

# **Alma Mater Studiorum – Università di Bologna**

DOTTORATO DI RICERCA IN

ISTITUZIONI E MERCATI, DIRITTI E TUTELE:  
DIRITTO DELLE SOCIETÀ E DEI MERCATI FINANZIARI

Ciclo XXVII

Settore concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore scientifico-disciplinare: IUS/04

I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO:  
ASPETTI INERENTI ALLA SEPARAZIONE PATRIMONIALE

Presentata da: Valeria Renzulli

Coordinatore Dottorato

Chiar.mo Prof. Giulio Illuminati

Relatore

Chiar.mo Prof. Francesco Vella

Esame finale anno 2015



## CAPITOLO PRIMO

### LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

1. I fondi comuni di investimento.
2. Le quote di partecipazione al fondo.
3. L'organizzazione dei soggetti che prestano il servizio. Le società di gestione.
  - 3.1. (*segue*) Il regolamento e la gestione del fondo.
  - 3.2. (*segue*) Il depositario.
4. Tipologie di fondi comuni di investimento.
5. L'operatività transfrontaliera delle SGR e dei GEFIA.
6. Regole di condotta e conflitti di interesse: i meccanismi di presidio nella gestione collettiva
7. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse

## CAPITOLO SECONDO

### IL "PROBLEMA" DEL REGIME GIURIDICO DEI FONDI

1. Introduzione
2. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva del diritto di proprietà.
  - 2.1 La teoria della comunione
  - 2.2. La teoria della scissione della titolarità
  - 2.3. La teoria della soggettività giuridica del fondo
3. Insufficienza degli schemi dominicali nella gestione collettiva del risparmio
4. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva della separazione patrimoniale e quale "oggetto" di diritto

## CAPITOLO TERZO

### AUTONOMIA E SEPARAZIONE PATRIMONIALE: ASPETTI FUNZIONALI

#### SEZIONE I

1. Questioni di metodo: l'autonomia e la separazione dei fondi alla luce delle peculiarità della disciplina di settore. L'abbandono del sistema a soggetto
2. La teoria del patrimonio: retrospettive storiche e prospettive funzionali
3. Il "problema" dei patrimoni separati

## SEZIONE II

### 4. La separazione dei patrimoni nel diritto positivo

#### 4.1 I patrimoni destinati a uno specifico affare

#### 4.2 Il *trust*

#### 4.3 Le società *in house*

## SEZIONE III

### 5. La separazione patrimoniale in ambito finanziario

#### 5.1 La cartolarizzazione dei crediti e il *project financing*

#### 5.2 I servizi e le attività di investimento

#### 5.3. I fondi pensione

#### 5.4. Gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica

#### 5.6. I conti separati previsti per i premi pagati all'intermediario assicurativo

### 6. Brevi rilievi conclusivi

## NOTA BIBLIOGRAFICA

## CAPITOLO PRIMO

### LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

*SOMMARIO: 1. I fondi comuni di investimento. – 2. Le quote di partecipazione al fondo. – 3. L'organizzazione dei soggetti che prestano il servizio. Le società di gestione. – 3.1. (segue) Il regolamento e la gestione del fondo. – 3.2. Il depositario. – 4. Tipologie di fondi. – 5. L'operatività transfrontaliera delle SGR e dei GEFIA. – 6. Regole di condotta e conflitti di interesse: i meccanismi di presidio nella gestione collettiva. – 7. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse*

#### **1. I fondi comuni di investimento.**

La gestione collettiva del risparmio consente maggiore possibilità di diversificazione dell'investimento e, di conseguenza, del rischio. Tuttavia, la mancanza di un dialogo tra gestore e gestito e di potere decisionale sulle scelte di investimento da parte di quest'ultimo nonché l'impersonalità dell'operazione gestita in monte comportano la necessità di una maggiore tutela degli investitori. In questo quadro, si delinea la disciplina dei fondi comuni di investimento, contenuta nel titolo terzo («gestione collettiva del risparmio») della parte II («disciplina degli intermediari»), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.).

I mercati europei dei fondi di investimento sono stati dominati fino a oggi dai prodotti che operano nel quadro definito dalla direttiva UCITS e successive modificazioni<sup>1</sup>. La direttiva UCITS contiene disposizioni riguardanti l'autorizzazione, la vigilanza, la politica di investimento e i requisiti di trasparenza degli organismi d'investimento collettivo di tipo aperto, la cui principale attività consiste nell'investire in valori mobiliari, al fine di garantire la disponibilità di un adeguato livello di liquidità per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori al dettaglio.

---

<sup>1</sup> La direttiva UCITS è stata più volte modificata nel corso degli anni, al fine di adeguarla alla progressiva evoluzione dei mercati finanziari. La prima importante opera di revisione si è avuta nel 2001 con la Direttiva 2001/107/CE (c.d. Direttiva gestore) e la Direttiva 2001/108/CE (c.d. Direttiva prodotto). Il 13 luglio 2009 è stata adottata la Direttiva 2009/65/CE (c.d. direttiva UCITS IV) che, mediante la tecnica della c.d. rifusione, ha abrogato la Direttiva UCITS 85/611/CEE con effetto dal 1° luglio 2011.

In particolare, a livello comunitario la gestione collettiva è disciplinata dalla direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985, c.d. direttiva UCITS I<sup>2</sup>, modificata e integrata dalle direttive, c.d. UCITS III<sup>3</sup>, 2001/107/CE (c.d. direttiva “Gestore”) e 2001/108/CE (c.d. direttiva “Prodotto”) e, da ultimo, dalle direttive di “primo livello” 2009/65/CE e di “secondo livello” 2010/42/UE e 2010/43/UE, recanti le modalità di esecuzione della direttiva di “primo livello” (c.d. direttive UCITS IV)<sup>4</sup>. La direttiva UCITS IV è stata da ultimo modificata, ma non sostituita, dalla direttiva c.d. UCITS V, la Direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014, donde la necessità di leggere unitamente le due direttive<sup>5</sup>.

Il recepimento delle direttive UCITS IV nell’ordinamento nazionale ha comportato la necessità di adeguare la disciplina primaria (t.u.f.) e regolamentare<sup>6</sup> sui fondi comuni di investimento e, più in generale, sugli Oicr, alla normativa comunitaria<sup>7</sup>.

---

<sup>2</sup> Direttiva concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm). Le modalità di esecuzione della direttiva 85/611/CEE sono contenute nella Direttiva della Commissione europea 2007/16/CE (c.d. “*Eligible Assets*”).

<sup>3</sup> Sul punto, v. DESIDERIO M., «*Ucits III*»: la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav, in *Dir. banc.*, 2004, 105.

<sup>4</sup> Le direttive “UCITS IV” (acronimo di *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) sostituiscono, abrogandola espressamente, la disciplina già contenuta nella direttiva 85/611/CEE in tema di OICR armonizzati. La cornice comunitaria delle direttive di “primo livello” 2009/65/CE e di “secondo livello” 2010/42/UE e 2010/43/UE è completata dai Regolamenti della Commissione Europea n. 583/2010 e n. 584/2010 nonché dalle linee guida del *Committee of European Securities Regulators* (*Cesr*, ora *European Securities and Markets Authority – Esma*).

<sup>5</sup> La nuova direttiva è entrata in vigore il 17 settembre 2014, ma gli Stati membri hanno tempo fino al 18 marzo 2016 per adottare le necessarie disposizioni legislative, regolamentari e amministrative di recepimento. Le nuove regole rafforzano considerevolmente la tutela degli investitori innovando le disposizioni della UCITS IV relative al regime del depositario (doveri e responsabilità), alle politiche remunerative e alle sanzioni. Nel redigere il progetto di riforma, la Commissione ha allineato il regime UCITS con quello della AIFMD (la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui GEFIA, i gestori di fondi di investimento alternativi). Lo scopo è di armonizzare e snellire la regolamentazione UE sul risparmio gestito estendendo le garanzie previste dalla AIFMD per gli investitori professionali anche ai fondi UCITS, destinati anche agli investitori *retail*.

<sup>6</sup> Le modifiche regolamentari (che sono state oggetto di “consultazione” in un unico documento predisposto congiuntamente dalla Banca d’Italia e dalla Consob), concernono il regolamento intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007, il regolamento congiunto Consob – Banca d’Italia del 29 ottobre 2007, il regolamento sulla gestione collettiva adottato dalla Banca d’Italia in data 14 aprile 2005, il regolamento emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999, la disciplina della Banca d’Italia relativa all’autorizzazione delle funzioni di banca depositaria.

<sup>7</sup> I lavori di trasposizione in sede nazionale risentono dell’elevato grado di dettaglio della normativa comunitaria attuativa e dell’assenza del divieto di *gold plating*. Ciò premesso, gli interventi più significativi riguardano la disciplina del c.d. “passaporto pieno del gestore”, che riconosce alle società di gestione la possibilità di istituire e gestire OICR armonizzati in un paese diverso da quello di insediamento; l’istituto delle fusioni transfrontaliere di Oicr; la creazione di strutture c.d. *master-feeder*.

Con la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. direttiva AIFM) sono state introdotte, da ultimo, regole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei “gestori di fondi di investimento alternativi” (cc.dd. GEFIA) che gestiscono o commercializzano nell’Unione Europea fondi d’investimento alternativi (cc.dd. FIA), e cioè OICR diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della direttiva UCITS (*hedge funds*, riservati, fondi chiusi, fondi aperti non armonizzati).

È opportuno ricordare come il Testo Unico ha realizzato una notevole delegificazione della materia, limitandosi a regolare i criteri generali per la disciplina delle gestioni collettive e rimettendo alla normativa secondaria la definizione delle modalità operative degli organismi di investimento collettivo e i profili relativi alla vigilanza prudenziale<sup>8</sup>. Per tale via, sono confluite in unico corpo normativo le disposizioni che precedentemente disciplinavano i fondi comuni aperti, i fondi comuni chiusi, i fondi immobiliari e le SICAV<sup>9</sup>. Con l’emanazione del Testo Unico il legislatore ha, altresì, introdotto una nuova figura di intermediario, la società di gestione del risparmio (S.G.R.), che sostituisce la società di gestione dei fondi comuni di investimento di cui alla l. n. 77/1983. Le società di gestione del risparmio sono abilitate allo svolgimento della consulenza in materia di investimenti e a gestire patrimoni sia “in monte” – servizio di gestione collettiva del risparmio – sia su base individuale – servizio di

---

In particolare, la maggiore operatività *cross-border* degli OICR armonizzati collegata al c.d. “passaporto del gestore” comporterà, inevitabilmente, una razionalizzazione degli ambiti di vigilanza anche – e soprattutto – in relazione alla ripartizione di competenze tra le autorità coinvolte per l’applicazione delle regole di condotta. Per quanto riguarda le strutture *master-feeder*, queste sono caratterizzate dalla presenza di un fondo – *feeder* – che investe almeno l’85% delle proprie attività in un altro fondo – *master* (art 58, direttiva 2009/65/CE). Il considerando (51) della medesima direttiva evidenzia, altresì, il carattere integrato e unitario della gestione di tali strutture, stabilendo che: “Per agevolare il funzionamento del mercato interno e per garantire lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta la Comunità le strutture *master-feeder* dovrebbero essere ammesse sia se il fondo *master* e il fondo *feeder* sono stabiliti nello stesso Stato membro, sia se essi sono stabiliti in Stati membri diversi. Per consentire agli investitori di comprendere meglio le strutture *master-feeder* e agevolarne la vigilanza da parte delle autorità di regolamentazione, in particolare in un contesto transfrontaliero, nessun OICVM *feeder* dovrebbe avere la possibilità di investire in più di un fondo *master*. Per garantire lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta la Comunità, il fondo *master* dovrebbe essere anch’esso un OICVM autorizzato”.

<sup>8</sup> Per una sintetica ricostruzione delle tappe che hanno progressivamente disegnato la disciplina della gestione collettiva del risparmio in Italia, cfr. invece per tutti LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in G. E. Colombo- G. B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, X, 139 ss.; GRECO M., *Attività ed autorizzazione all’esercizio delle società di gestione del risparmio*, in M. Rispoli Farina-G. Rotondo, *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, Milano, 2005, 143.

<sup>9</sup> Si fa riferimento alla legge 23 marzo 1983, n. 77 sui fondi comuni aperti, alla legge 14 agosto 1993, n. 344 sui fondi comuni chiusi, alla legge 25 gennaio 1994, n. 86 sui fondi comuni chiusi di tipo immobiliare e al d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84 sulle SICAV.

gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento – (c.d. modello del gestore unico)<sup>10</sup>. Le Sgr possono, altresì, istituire e gestire fondi pensione, svolgere le attività connesse o strumentali stabilite dalla Banca d'Italia<sup>11</sup>, sentita la Consob, prestare i servizi accessori di custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi, limitatamente alle quote di Oicr di propria gestione, commercializzare quote o azioni di Oicr gestiti ai terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia nonché prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, l'unica attività, a ben vedere, esercitabile dalle Sgr qualora il gestore sia anche autorizzato a prestare il servizio di gestione di fondi di investimento alternativi<sup>12</sup>.

La definizione di fondo comune di investimento si rinviene nell'art. 1, comma 1°, lett. j, t.u.f., modificato dal legislatore nell'ambito del recepimento della dir. 2011/61/UE con una disposizione molto semplificata rispetto a quella previgente. Nella precedente disciplina il fondo comune era definito come «il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei

---

<sup>10</sup>Cfr. ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 350; NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm.*, agg., 2000, p. 335. Per un breve *excursus* storico delle tappe che hanno caratterizzato la disciplina della gestione collettiva del risparmio nel sistema italiano, v. LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, vol. 10, 139 ss; più di recente, cfr. TUCCI A., *voce Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, promossi da Natalino Irti, Milano, 2011, 414 ss.; GRECO M., *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina e Rotondo, Milano, 2005, 143.

<sup>11</sup> Il provv. Banca d'Italia 19 gennaio 2015, Titolo II, cap. III, stabilisce che “Le SGR possono esercitare attività connesse con quelle di gestione svolte. È connessa l'attività che consente di promuovere e sviluppare l'attività principale esercitata. La sussistenza della connessione deve risultare da apposita delibera motivata assunta dall'organo con funzione di supervisione strategica della SGR ( 1 ).” Non rientrano tra le attività connesse, e non possono essere svolte dalle SGR, le operazioni concluse dalle SGR in contropartita diretta con i fondi comuni gestiti o gestiti da società del proprio gruppo di appartenenza (ad es.: concessioni di finanziamenti o negoziazione di strumenti finanziari derivati). Le attività strumentali, invece, elencate a titolo indicativo – dunque non tassativo – sono quelle che hanno carattere ausiliario e funzionale rispetto alla gestione dei beni in cui sono investiti gli OICR, quali: le attività necessarie al corretto adempimento degli obblighi del mandatario; l'attività di amministrazione dei beni immobili e la consulenza immobiliare; la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e le questioni collegate; la consulenza e i servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese.

<sup>12</sup> Ciò comporta, a ben vedere, un ampliamento delle attività permesse ai GEFIA rispetto ai gestori UCITS per cui, in caso di gestione congiunta di UCITS e di FIA, le SGR potranno prestare anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.



partecipanti e in autonomia dai medesimi » mentre oggi viene qualificato come «l'Oicr costituito in forma di patrimonio *autonomo*, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore»<sup>13</sup>. A tal fine, rientrando nel *genus* degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) e costituendo l'oggetto del servizio di gestione collettiva del risparmio, gli elementi caratterizzanti il fondo comune si evincono, oggi, dalla combinata lettura della “nuova” definizione di “Oicr” di cui all’art. 1, comma 1°, lett. *k*, t.u.f.<sup>14</sup> e di “gestione collettiva del risparmio”, di cui all’art. 1, comma 1°, lett. *n*, t.u.f., da cui si desume (i) la gestione *in monte* del patrimonio del fondo e dei relativi rischi nell’interesse degli investitori e in *autonomia* dai medesimi; (ii) il carattere *collettivo* della *raccolta di patrimoni* tra una *pluralità* di investitori, investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni, altri beni mobili o immobili in base a una *predeterminata politica di investimento*<sup>15</sup>. La nozione di fondo comune pone così in evidenza, in linea con il quadro normativo comunitario, la funzione economica del fondo e l'autonomia delle scelte di gestione della Sgr<sup>16</sup>. In particolare, il fondo comune costituisce uno strumento diretto a consentire a una *pluralità* di risparmiatori di utilizzare la loro liquidità per costituire un patrimonio comune e indiviso, nonché *autonomo* (composto da strumenti finanziari e altri valori), destinato a essere gestito da un soggetto specializzato (la società di gestione), con imputazione dei risultati della gestione ai partecipanti al fondo, nella misura della quota da ciascuno sottoscritta o acquistata, in modo tale da rendere possibile, per ciascuno di essi, un’adeguata diversificazione dei rischi inerenti all’investimento effettuato<sup>17</sup>.

L’investitore non affida, dunque, al gestore un patrimonio che resta *separato* rispetto a quello di altri investitori. Nel fondo, infatti, l’apporto del singolo va a confondersi e a

<sup>13</sup> La nozione di fondo comune di investimento è stata così modificata dall’art. 1, d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. Sulla nozione di patrimonio autonomo, v. LENER R., *Valori mobiliari. Soggetti intermediari*, in *Enc. Giur.*, Roma 1994; SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 291 ss.

<sup>14</sup> Si evidenzia che l’art. 1, comma 1°, lett. *k*, t.u.f., definisce l’Oicr come «l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito “in monte” nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base ad una politica di investimento predeterminata».

<sup>15</sup> Secondo gli Orientamenti dell’ESMA (ESMA/2013/611), la politica di investimento è “predeterminata” quando (i) è definita al più tardi quando l’investitore si impegna a conferire il capitale; (ii) è riportata in un documento che forma parte integrante dei documenti costitutivi dell’OICR; (iii) è vincolante per il gestore; (iv) è articolata in una serie di criteri di investimento.

<sup>16</sup> Per un primo inquadramento, cfr. già LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989, IV, 224.

<sup>17</sup> Cfr. G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992, I, 25 ss.

confluire in un patrimonio unico, al quale affluiscono anche gli investimenti degli altri soggetti che partecipano al fondo.

In quanto forma di gestione collettiva e, dunque, *in monte*, l'attività gestoria del fondo comune avviene secondo criteri *standardizzati*. L'interesse perseguito dal gestore è quello *collettivo* dei partecipanti al fondo, i quali, pertanto, non hanno alcun diritto di ingerenza *individuale* nella gestione del patrimonio e alcun rapporto "interlocutorio" con il gestore. Lo svolgimento in forma spersonalizzata e secondo criteri predeterminati unilateralmente dal gestore – e in ciò si ravvisa l'essenza della gestione "in autonomia" – fa sì che nella gestione collettiva non vengano prese in considerazione le esigenze individuali e personali del singolo investitore, diversamente da quanto avviene nella prestazione del servizio di gestione di portafogli, in quanto l'interesse del cliente viene "assorbito" in quello facente capo alla *pluralità* dei partecipanti che scelgono una determinata linea di gestione.

Ciò premesso, risulta imprescindibile nonché implicito nel concetto di gestione "in monte" l'elemento della "collettività" ravvisabile, principalmente, nella standardizzata e spersonalizzata strutturazione del rapporto di gestione, a fronte della quale la prestazione del gestore viene esercitata nell'interesse comune di una pluralità di soggetti gestiti, che godranno *pro-quota* e in via paritaria di un risultato comune della gestione, sulla base del principio della ripartizione dei rischi e dei benefici sopportando il rischio di un decremento del valore e appropriandosi dell'eventuale incremento senza, tuttavia, che possa assumere rilievo il profilo personale di ciascuno. I partecipanti al fondo, in sintesi, non godono delle prerogative gestorie di una situazione di appartenenza «piena» e non possono vantare alcuna pretesa sui beni che costituiscono il fondo, avendo soltanto diritto al rimborso della quota, sotto forma di liquidazione di una somma di denaro<sup>18</sup>. A tal proposito, la nozione di "investimento collettivo", ricavabile dalla disciplina di settore, coincide con quella elaborata dalle *Guidelines* dell'*ESMA*, per cui il capitale raccolto è investito per generare un profitto in favore degli investitori mentre i detentori di quote (o gli azionisti) non hanno discrezionalità o potere di controllo su base giornaliera<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Cfr. LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1056; COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, 405.

<sup>19</sup> Cfr. gli Orientamenti dell'Esma del 13 agosto 2013 (ESMA/2013/611) in base ai quali: «Le seguenti caratteristiche, se possedute nella loro totalità da un organismo, dovrebbero dimostrare che l'organismo è un organismo di investimento collettivo, menzionato all'art. 4, par. 1, lettera a, della direttiva GEFIA (...)»..

Sotto questo profilo, si coglie la netta differenza fra la gestione del fondo comune e la gestione *individuale* di portafogli<sup>20</sup>. E ciò sebbene entrambe assolvano alla medesima funzione di delegare a un soggetto specializzato le scelte di investimento in valori mobiliari<sup>21</sup>.

Per vero, nella gestione individuale il servizio è prestato nell'interesse del singolo investitore<sup>22</sup> ed è calibrato e "personalizzato" in base alle specifiche esigenze di quest'ultimo, anche in conformità alle eventuali direttive (vincolanti) impartite al gestore (art. 24, co. 1, lett. a), t.u.f.)<sup>23</sup>. Nella gestione collettiva l'attività di gestione – i.e. l'attività di investimento e disinvestimento, di acquisto e di vendita – viene svolta in *autonomia*, considerando i criteri di rischio e di rendimento evidenziati nel regolamento del fondo, in modo tale da tipizzare l'interesse dei partecipanti al fondo secondo la tecnica del "pooling"<sup>24</sup>.

A differenza della gestione individuale, inoltre, il partecipante al fondo può valutare i rischi solo al momento dell'investimento, alla luce del regolamento di gestione e/o del prospetto informativo. Le misure di "autotutela successiva" consistono nella verifica dei rendiconti di gestione e nel diritto di recesso *ad nutum* dal contratto, peraltro in assenza di quei flussi continui di informazioni che caratterizzano il rapporto con il gestore individuale<sup>25</sup>.

Il patrimonio del fondo può essere ripartito in più "comparti"; in tal caso ciascun fondo e comparto costituisce patrimonio *autonomo*, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio

---

<sup>20</sup> A tal fine, si richiama l'attenzione sulla formulazione dell'art. 1, co. 5-*quinquies*, t.u.f., che definisce il servizio di "gestione di portafogli" in termini di «(...) gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti».

<sup>21</sup> Cfr. LENER R., *Gestore unico e deleghe della gestione*, in Assogestioni, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 146; ENRIQUES L - VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Bologna, 1988, 350 ss.; PAGNONI E.- PIATTI L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investimenti*, *Quaderni di finanza Consob*, 1997, n. 19, 8 ss.

<sup>22</sup> Secondo la definizione del t.u.f. ora solo "gestione di portafogli" (gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento).

<sup>23</sup> Il diritto in questione, tuttavia, deve essere temperato con il principio secondo cui il servizio di gestione di portafogli implica, quale elemento qualificante, che la gestione sia svolta su base "discrezionale". Sugli elementi caratterizzanti la gestione individuale cfr. Cass., 20 marzo 2003, n. 4081, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, p. 12 ss., con nota di TUCCI A., *Sulla c.d. gestione surrettizia di portafogli di investimento da parte di promotori finanziari*.

<sup>24</sup> Cfr. MACEY e MILLER, *Banking Law and Regulation*, Boston-Toronto, 1992, 38 ss., ove il *pooling* è individuato quale elemento caratterizzante l'intermediazione finanziaria in generale.

<sup>25</sup> Cfr. LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2011, 330 ss.

della Sgr, dei partecipanti e dal patrimonio rappresentativo di altri tipi di gestioni, anche se svolte dal medesimo soggetto (art. 36, comma 4°, t.u.f.). Non si può non cogliere, a tal fine, la collocazione sistematica della dimensione dell' "autonomia" anche in vista della (primaria) esigenza di tutela del risparmio. In tale ottica, in considerazione dei rischi di conflittualità propri dei fenomeni di tipo gestorio di natura *collettiva*, l'*autonomia* deve informare il comportamento del gestore che è tenuto, a ben vedere, a conformarsi a precise norme di condotta non potendo, fra l'altro, impiegare il patrimonio dell'Oicr per perseguire strategie di tipo imprenditoriale, indipendentemente dalla natura dell'Oicr stesso. Tale elemento, peraltro, non rimane confinato nell'ambito della condotta esigibile dal gestore potendosi ravvisare, nella disciplina, disposizioni finalizzate a evitare una indebita ingerenza da parte dei partecipanti all'Oicr che, pertanto, non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell'Oicr <sup>26</sup>. Il carattere dell'autonomia sembra, infine, essere alla base anche della disciplina di *fund governance* sulla quale, nell'ambito del processo di recepimento della dir. 2011/61/UE, il legislatore domestico è intervenuto con la nuova formulazione dell'art. 37, comma 3°, t.u.f., che enuncia il principio per cui, con riguardo ai fondi chiusi (diversi dai FIA riservati), l'assemblea non ha competenze di tipo gestorio che possano inficiare l'autonomia del gestore, *potendo* solo deliberare sulla sua sostituzione <sup>27</sup>.

Ciò premesso, appare chiaro che la prestazione caratteristica della gestione collettiva del risparmio sia rappresentata dalla funzione gestoria (oltre a quella di natura "organizzativa" o "istitutiva") che si contrappone, all'evidenza, a quella di mera amministrazione volta, essenzialmente, all'esecuzione di atti con finalità conservativa.

A qualificare la fattispecie della gestione collettiva è, altresì, la "raccolta" quale elemento indiscutibilmente connaturato al carattere della "collettività" e della "gestione in monte" che si contrappone, pertanto, alla gestione su base individuale in quanto deve avvenire "tra una *pluralità* di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote e

---

<sup>26</sup> Questo principio sembra, invero, informare la disciplina delle Sicav con particolare riguardo al divieto di conferimenti in natura al "capitale", posto che ciò si risolverebbe in una indebita ingerenza dell'investitore conferente sulla composizione del patrimonio.

<sup>27</sup> Si pensi al ruolo dell'assemblea dei partecipanti nella *governance* dei fondi, ove da sempre si sottolinea la difficoltà nell'attribuire ad essa competenze di tipo gestorio che possano inficiare l'autonomia del gestore. In tal senso deve leggersi l'esplicito divieto per l'assemblea a deliberare scelte di investimenti del fondo previsto all'art. 18 *bis*, comma 2°, d.m. del 24 maggio 1999 n. 228. Di contro, rappresentando indici di sussistenza di un controllo da parte dei partecipanti sulla gestione di un Oicr la possibilità di esercitare un'influenza dominante sulle decisioni e di condizionare la gestione in base alla partecipazione detenuta. A titolo esemplificativo sono rilevanti, a tal fine, i patti parasociali che, riconoscendo ai soci il diritto di indirizzare le scelte di investimento, prevedono meccanismi di sostituzione degli amministratori che non si conformano alle indicazioni ricevute.

azioni". Con riguardo alle modalità della raccolta, si rileva che nell'ambito della "nuova" definizione di Oicr non si rinviene il carattere della natura "pubblica" dell'offerta espunta, altresì, con riguardo alle Sicav (nonché alle SicaF di nuova introduzione). Diversamente, nella precedente disciplina l'elemento della pubblicità qualificava il momento dell' "offerta" delle azioni di Sicav ed era da considerarsi rilevante ai fini della configurabilità della fattispecie riservata della gestione collettiva del risparmio <sup>28</sup>, potendosi parlare di gestione collettiva solo là dove la raccolta fosse effettuata mediante offerta al pubblico. Alla luce delle recenti disposizioni è difficile negare che il regime dell'attuale riserva sia riferibile a ogni attività di gestione comunque essa venga svolta, non rappresentando più la "pubblicità" un elemento costitutivo della fattispecie riservata; la modalità di raccolta, infatti, sembra coincidere con il dato oggettivo della "pluralità degli investitori" a prescindere dallo *status* di questi ultimi o dal contatto personalizzato e implica, secondo le *Guidelines* dell'ESMA, una forma di relazione commerciale tra il soggetto che effettua la raccolta e i potenziali investitori, finalizzata al conferimento di capitali nell'Oicr. Viene altresì chiarito, nel provvedimento della Banca d'Italia, che il requisito della pluralità di investitori è soddisfatto anche qualora si sia in presenza di un solo investitore, a condizione che quest'ultimo effettui l'investimento nell'interesse di una pluralità di soggetti <sup>29</sup>. Parimenti, è irrilevante, ai fini soddisfacimento del criterio della "raccolta", che l'attività abbia luogo solo una volta, in più soluzioni oppure su base regolare e che la sottoscrizione da parte degli investitori avvenga mediante conferimento in denaro o in natura <sup>30</sup>. In ogni caso, si rileva come la presenza della modalità "pubblica" della raccolta persista tuttora nel testo dell'art. 38, comma 1°, lett. f, t.u.f., con riguardo alle Sicav e alle SicaF che designano un gestore esterno, diversamente dall'art. 35-bis, t.u.f., che disciplina la costituzione di Sicav e di SicaF, ove manca del tutto tale richiamo.

---

(<sup>28</sup>) La definizione previgente di Sicav, di cui all'art. 1, comma 1°, lett. i, t.u.f. prescriveva espressamente che la raccolta dovesse avvenire mediante "l'offerta al pubblico di proprie azioni". Tale elemento non veniva, invece, esplicitato con riferimento alla definizione normativa di fondi comuni di investimento, ove era solo previsto che la raccolta dovesse avvenire mediante una o più emissioni di quote tra un pluralità di investitori. Tuttavia, il concetto di "pubblico" risultava imprescindibile come elemento qualificante della raccolta in un prospettiva sistematica dell'ordinamento dei mercati finanziari. Cfr. ROSSI G., *Problemi economici e finanziari. I possibili effetti dell'introduzione dei fondi di investimento italiani sulle tendenze del mercato finanziario*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, 15 e COSTI R., *ivi*, 84.

(<sup>29</sup>) Cfr. Titolo II, Capitolo I, Sezione I, Regolamento sulla gestione collettiva 19 gennaio 2015. È il caso delle strutture *master-feeder* o di una Sim o di una banca che, in qualità di intermediario abilitato, partecipa a un Oicr per conto di una pluralità di investitori, pur agendo in nome proprio.

(<sup>30</sup>) Cfr. Orientamenti ESMA/2013/611 sui concetti chiave della direttiva GEFIA del 13 agosto 2013 nonché il Regolamento sulla gestione collettiva 19 gennaio 2015, Titolo II, Capitolo II, Sezione I.

Tuttavia, nel ritenere (correttamente) che il tratto caratterizzante la fase della raccolta – affinché possa operare la riserva – sia il momento della “pluralità” e non più della “pubblicità” dell’offerta, diviene superfluo ogni sforzo interpretativo circa la portata da attribuire al (persistente) riferimento alla dimensione “pubblica” nel testo dell’art. 38, comma 1°, lett. f, t.u.f., probabilmente dovuto a una “svista” del legislatore domestico.

## **2. Le quote di partecipazione al fondo.**

L’investitore è legato alla società di gestione da un rapporto contrattuale che si instaura con la sottoscrizione delle quote di partecipazione al fondo<sup>31</sup>. In particolare, l’attività del gestore collettivo trova la sua disciplina di fonte negoziale nel regolamento del fondo al quale l’investitore non può che aderire, rimanendo esclusa ogni forma di partecipazione dello stesso alla determinazione dei contenuti del programma di investimento. In sostanza, la partecipazione al fondo comune d’investimento è espressione di un contratto di «gestione» o di «investimento» che origina con la sottoscrizione delle quote da parte degli investitori e la cui disciplina è contenuta nel regolamento del fondo. Per tale via, si configura un rapporto diretto tra investitori e Sgr, in cui i primi, come evidenziato, sono privi di poteri di ingerenza e di controllo nelle decisioni di investimento, dovendosi considerare in radice escluso che all’investitore possano competere diritti o facoltà di concorso alle decisioni di *asset allocation* oppure ad altre comunque assunte in materia di gestione amministrativa e finanziaria.

Se il risultato atteso dai partecipanti al fondo comune è – naturalmente – il maggior incremento del valore delle quote, la disciplina del t.u.f. avverte che i partecipanti al fondo sono in linea di principio (e sempre ) esclusi da qualsiasi forma di possibile interferenza nelle valutazioni e nelle attività di amministrazione e di gestione del portafoglio finanziario, che competono sempre e soltanto alla società di gestione. In questo senso, la norma del terzo comma dell’art. 36, t.u.f., che dispone che la Sgr che ha istituito il fondo o che è subentrata nella gestione assumono verso i partecipanti gli obblighi e le responsabilità del “mandatario”, serve a indicare regole e modello dei loro doveri di diligenza professionale. Tuttavia, pur svolgendo la gestione su incarico degli

---

<sup>31</sup> Cfr. MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 299 ss.; ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 261 ss.; GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 33; FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 50. Cfr., altresì, il risalente e tuttora rilevante contributo di LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V -16, 177 ss. e già in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984, 398 ss.

investitori, l'assenza di una posizione di *dominus* in capo al partecipante al fondo, tipica di quella del mandante, rende controversa la qualificazione giuridica del rapporto in termini di mandato tra investitore e Sgr<sup>32</sup>, anche considerando che nei confronti di un "mandatario", al "mandante" competono poteri di indirizzo e di influenza che in nessun modo i partecipanti al fondo comune possono esercitare<sup>33</sup>. Ne consegue che il rinvio alle norme sul mandato deve ritenersi limitato a quanto non diversamente disposto dalla disciplina speciale dei fondi di investimento. Così, diversamente da quanto previsto dall'art. 1726 c.c., l'art. 37, co. 3, t.u.f., contiene disposizioni derogatorie per quanto riguarda la revoca del mandato di gestione, in quanto la sostituzione della Sgr può essere deliberata a maggioranza dei partecipanti – e non "da tutti i mandanti" – con deliberazione dell'assemblea nei fondi chiusi. Ancora, si è osservato che la Sgr, all'atto di acquisto di un bene, non ha la facoltà bensì il dovere di procurare che l'acquisto spieghi immediatamente gli effetti voluti dalla legge, ossia l'immediata efficacia del regime di separazione patrimoniale a tutela dei partecipanti al fondo; pertanto, anche nel silenzio del regolamento del fondo, la Sgr non può lecitamente rimandare ad altro momento il compimento delle formalità pubblicitarie per rendere opponibile ai terzi l'esistenza della separazione patrimoniale<sup>34</sup>.

Si tratta, in definitiva, di regole peculiari della gestione collettiva del risparmio, che tendono a superare, talvolta, lo schema giuridico impresso nella disciplina codicistica del mandato.

La partecipazione al fondo è incorporata in «quote» di partecipazione, rappresentate da certificati, nominativi o al portatore secondo quanto previsto nel regolamento del fondo, che rientrano nella nozione di «strumenti finanziari», fornita dall'art. 1, co. 2, lett. c), t.u.f. Le caratteristiche dei certificati, i metodi di calcolo del valore delle quote e il loro valore unitario iniziale sono stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, tenendo conto dell'esigenza di assicurare la portabilità delle stesse<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> In questi termini, cfr. MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., 317; TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 28; LENER R., *Commento all'art. 3, l. n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984, 402; in senso contrario e, dunque, a favore dell'inquadramento del rapporto in un mandato tra partecipanti e s.g.r., cfr. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25.

<sup>33</sup> Cfr. BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984, 464

<sup>34</sup> Cfr. BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento*, in *Giur. It.*, 2011, 333

<sup>35</sup> ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005., 279.

Alla luce del quadro regolamentare oggi vigente, il regolamento del fondo può prevedere che, in alternativa alla disciplina ordinaria con certificati singoli (nominativi o al portatore), i certificativi rappresentativi delle quote di partecipazione non vengano materialmente emessi ma essere sostituiti da un «certificato cumulativo», rappresentativo delle quote di una pluralità di sottoscrittori e depositato presso il depositario, al quale è altresì affidata l'identificazione dei singoli partecipanti<sup>36</sup> o che, su base volontaria e ricorrendone i necessari presupposti, venga disposta la dematerializzazione delle quote del fondo.

La soppressione del documento cartolare rappresentativo della quota, che consente forme di consegna e trasferibilità *fictae*, risponde all'esigenza di semplificazione dell'attività amministrativa, evitando che a ogni operazione di cessione di quote debba far riscontro una corrispondente operazione sui relativi certificati ed eliminando, altresì, i rischi associati alla circolazione dei certificati rappresentativi di quote.

Pur sortendo i medesimi effetti connessi all'assenza di un documento cartolare, il certificato cumulativo non sottopone le quote di partecipazione a un vero e proprio regime di dematerializzazione, in quanto il partecipante conserva il diritto di richiedere in ogni momento l'emissione del certificato singolo, tornando, così, al regime cartolare. In ogni caso, oltre a questa opzione di "reversibilità", il partecipante deve poter ottenere, senza oneri, il frazionamento del certificato cumulativo da parte del depositario, al fine di separare i diritti dei singoli partecipanti. L'immissione delle quote nel certificato cumulativo assume rilievo, infine, per quanto riguarda il diritto dell'investitore alle quote di sua pertinenza, postulando il problema se il partecipante sia titolare di strumenti finanziari o di un mero diritto di credito, soprattutto in caso di azioni esecutive sulle quote. In ogni caso, la titolarità di quote assegna all'investitore una "posizione di diritto" a sé non essendo possibile configurare, all'evidenza, "diritti di gruppo" che possano dar vita a una posizione unitaria dei sottoscrittori di quote partecipanti al fondo.

Osservando le regole stabilite, l'investitore – quando consideri utile esercitare il suo diritto ad esigere le prestazioni dovute – domanderà il rimborso delle quote di sua appartenenza al valore che esse derivano dal prezzo di mercato delle attività finanziarie comprese nel patrimonio del fondo comune e riceverà una somma pari alla frazione del

---

<sup>36</sup> V. GANDINI C., *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, I, 477. Cfr., altresì, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Cap. VII, par. 3.



valore del fondo, rappresentata dal numero delle quote presenti nel suo personale portafoglio.

In giurisprudenza<sup>37</sup> è stata negata la natura di titolo di credito al certificato cumulativo, sulla considerazione che la partecipazione a un fondo comune di investimento, in mancanza di un certificato individuale, autonomo e separato, costituisce un credito e non un titolo di credito nei confronti del fondo stesso. In particolare, il certificato cumulativo non incorpora il diritto del singolo sottoscrittore alla partecipazione e non può circolare limitatamente a uno dei soggetti partecipanti al fondo; ciò, in quanto, l'investitore è in possesso non di documenti equipollenti a un titolo ma solo del contratto di partecipazione al fondo, a fronte del quale lo stesso partecipante acquisisce soltanto un diritto di credito, rappresentato dall'obbligo della società di investimento di gestire il fondo e di restituirgli il valore delle quote di partecipazione.

Muovendo da queste premesse, si è affermato che il pegno sulla quota di partecipazione al fondo deve essere costituito secondo le modalità del pegno su crediti<sup>38</sup>.

### **3. L'organizzazione dei soggetti che prestano il servizio. Le società di gestione.**

Le attività connesse al fondo comune, quale forma di gestione collettiva del risparmio, consistono nella gestione del patrimonio di tali fondi e dei relativi rischi nonché nella commercializzazione<sup>39</sup>. Sia l'attività di "istituzione" sia quella di "gestione" del fondo

---

<sup>37</sup> Cfr. Cass., 14 luglio 2003, n. 10990, in *Giust. civ. Mass.*, 2003-

<sup>38</sup> Cfr. App. Milano, 23.09.1997, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II, 401. Sul punto cfr. MAIMERI F., *Costituzione in pegno di quote di partecipazione di fondi comuni*, in *Riv. it. leasing*, 1985, p. 339 ss.

<sup>39</sup> Innanzi tutto, il contenuto "minimo" della gestione si ricava dall'art. 1, comma 1°, lett. n, t.u.f. che definisce la gestione collettiva del risparmio come il servizio che si realizza attraverso la gestione degli OICR e dei relativi rischi. Tale definizione – a cui si conforma e si allinea quella riportata dal "nuovo" art. 33, t.u.f., in materia di attività esercitabili – rispetta, a ben vedere, il contenuto dell'art. 4, par. 1, lett. w, dir. AIFM, ai sensi del quale la gestione del FIA comporta lo svolgimento per uno o più FIA della gestione di portafogli e della gestione del rischio, quali funzioni "minime" di gestione degli investimenti. Pertanto, nell'impostazione della disciplina comunitaria, la gestione del rischio assume importanza propria e autonoma rispetto all'attività di gestione in senso stretto, pur rimanendone complementare; ciò in senso innovativo rispetto a quanto previsto dalla dir. UCITS IV, il cui All. II non preveda la gestione del rischio tra le funzioni rientranti nell'attività di gestione collettiva di portafogli. L'attenzione da parte della normativa al profilo del rischio non si esaurisce, tuttavia, ai rischi di portafogli relativi al tipo di investimento ma si rivolge anche a quelli operativi di varia natura e tipicamente integranti l'attività di gestione collettiva. Ne consegue che in quanto elemento costitutivo della nozione stessa di gestione collettiva, tali rischi non possono essere esternalizzati a soggetti non sottoposti a vigilanza e, pertanto, non autorizzati. A tal fine, al gestore è richiesto di dotarsi di un sistema di gestione dei rischi adeguato e di valutare, prima e dopo l'investimento, la coerenza delle singole operazioni e del portafoglio nel suo complesso con gli obiettivi della gestione e con i limiti prudenziali previsti dalla disciplina della Banca

sono riservate alle società di gestione del risparmio e alle società autorizzate in base alle direttive comunitarie – da ultimo il recepimento della direttiva AIFM – con un evidente ampliamento del novero dei soggetti che possono svolgere tale attività. In continuità con la previgente disciplina, alle Sgr – nonché alle Sicav – è riservata, in via generale, la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio a prescindere dalla caratteristiche e dalla natura del fondo comune di investimento oggetto di gestione mantenendo intatta, per tale via, la relazione tra soggetto e attività <sup>(40)</sup>. Pur serbando carattere riservato, il servizio di gestione è stato esteso a ulteriori soggetti abilitati a prestarlo, aggiungendosi alle Sgr e alle Sicav anche le Sicaf. In particolare, secondo le nuove disposizioni le Sgr possono gestire sia OICVM, qualora autorizzate ai sensi della dir. 2009/65/CE (UCITS), sia FIA, qualora autorizzate ai sensi della dir. 2011/61/UE (AIFMD). Il Testo Unico prevedeva, originariamente, la possibilità che nel regolamento del fondo comune di investimento e, dunque, in fase di istituzione del medesimo, la società di gestione potesse affidare le funzioni di gestione ad altra società di gestione del risparmio, stipulando una convenzione scritta e attuando, in tal modo, una scissione tra gestione e promozione ripartita fra due distinti soggetti<sup>41</sup>. L'opzione di scindere le due funzioni, anziché cumularle, veniva lasciata a una valutazione di opportunità della Sgr, che poteva così optare per tale sdoppiamento anche con riferimento ai fondi comuni di tipo «speculativo», in considerazione dell'intervenuta abrogazione, *medio tempore*, con provvedimento della Banca d'Italia del 21 giugno 2007, della regola di *specializzazione* del gestore<sup>42</sup>.

La scissione delle due funzioni e la separazione strutturale che ne conseguiva costituivano un'applicazione particolare della definizione di «servizio di gestione collettiva del risparmio», che si articolava nelle attività di *promozione* (i.e., istituzione, amministrazione e organizzazione del fondo) e di *gestione*, a cui veniva collegata

---

d'Italia o dal regolamento o statuto dell'OICR. Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione I, par. 5, Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

<sup>(40)</sup> Sul punto cfr. LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm. E del dir. in gen. delle obblig.*, 2014, 383..

<sup>41</sup> In ordine al riparto di competenze tra SGR di gestione e di promozione, v. PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 213 ss; BISOGNI G.B., *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998, 1137.

<sup>42</sup> RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, in Lener (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011, 321 ss.

l'attività di investimento e disinvestimento del patrimonio del fondo<sup>43</sup>. L'adozione dei diversi possibili modelli organizzativi non incideva, tuttavia, sull'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei partecipanti, rispetto ai quali le due società costituivano una «parte soggettivamente complessa». In effetti, la convenzione fra le società di gestione interessate non comportava un esonero o limitazione di responsabilità delle società stipulanti, dovendo queste vigilare reciprocamente sulla osservanza delle disposizioni in essa contenute. Ai sensi della disciplina previgente, promotore, gestore e banca depositaria predisponavano, a tal fine, adeguati processi di accesso alle informazioni rilevanti per i propri scopi e per le esigenze delle corrispondenti funzioni aziendali di controllo che rappresentavano, altresì, un contraltare alla separazione funzionale e strutturale delle rispettive attività<sup>44</sup>. Al riguardo, la legge espressamente prevedeva che, anche in caso di “scissione”, entrambe le società fossero responsabili solidalmente, nei confronti degli investitori, per l'esercizio dell'attività di gestione e/o di promozione svolta secondo le regole del mandato<sup>45</sup>. Tuttavia, era controversa la qualificazione in termini di mandato del rapporto che legava la Sgr promotrice a quella di gestione. In particolare, il conferimento del compito di gestione era determinato nella fase costitutiva del fondo e trovava la sua disciplina nel regolamento, il quale, a sua volta, costituiva la fonte negoziale del rapporto che legava l'investitore alla società di gestione. Ne derivava che la scissione delle due funzioni non originava da una “delega” o da un incarico rilasciato dalla Sgr<sup>46</sup> di promozione, quanto piuttosto, da una ripartizione originaria delle prestazioni tra due distinti soggetti attraverso la stipula di una convenzione. La natura genetica del modello organizzativo descritto induceva a ritenere che le Sgr assumessero contestualmente e direttamente, nei confronti dei partecipanti e reciprocamente tra loro, gli obblighi derivanti dalle rispettive funzioni. La regola della solidarietà passiva, dunque, trovava la sua giustificazione nella genesi

---

<sup>43</sup> Per una puntuale ricostruzione delle attività che si collocano nella funzione di gestione e di promozione, si rinvia a PONTOLILLO V., *Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 384.

<sup>44</sup> L'art. 34 del regolamento congiunto Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 (Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio) stabiliva che le società di gestione e di promozione stipulassero una convenzione scritta conforme agli obiettivi, alle politiche di investimento e al profilo di rischio dei fondi, assicurando il rispetto delle disposizioni in materia di conflitti di interessi e fornendo indicazioni in merito alla società alla quale spettava l'esercizio dei diritti di intervento e di voto in assemblea inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti.

<sup>45</sup> Cfr. SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione di fondi comuni di investimento*, Milano, 1995.

<sup>46</sup> Cfr. LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998, 1121, che usa l'espressione di «delega istituzionale»; RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, cit.

contrattuale dell'eventuale scissione tra le due funzioni e nel fatto che, costituendo, come visto, una «parte soggettiva complessa»<sup>47</sup>, entrambi i soggetti erano parti del contratto con l'investitore. Nella originaria disciplina, tale regime di responsabilità solidale era, all'evidenza, ritenuto necessario e funzionale per una più stringente tutela dei partecipanti al fondo, al fine di preservarli da eventuali anomalie di esecuzione delle funzioni.

Con il recepimento nell'ordinamento interno della dir. AIFM, la distinzione tra Sgr promotrice e di gestione viene meno. Infatti, alla luce della rivisitata definizione di gestione collettiva del risparmio presente nel t.u.f., non si rinviene più il riferimento alle attività di «promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti» e «commercializzazione di quote o azioni di Oicr propri» quali attività costitutive del servizio stesso. Sembra, dunque, che la distinzione tra le attività di gestione e promozione sia stata superata e che, quindi, sia venuta meno per le SGgr la possibilità di scindere dette attività *ab initio*<sup>48</sup>, non essendo possibile, almeno in principio, costituire Sgr c.d. “di promozione” ossia che svolgono esclusivamente attività di costituzione e amministrazione del fondo senza gestirne il patrimonio. Ciò in forza dell'incompatibilità di tale schema con il disposto dell'art. 5, par. 1, dir. AIFM, secondo cui “Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva”. In particolare, alla luce dell'attuale disciplina normativa e regolamentare, è previsto che la gestione del fondo spetti alla Sgr che lo ha istituito o alla Sgr subentrata nella gestione. In tal caso, il regolamento definisce le ipotesi di sostituzione del gestore e le procedure da seguire, in modo da evitare soluzioni di continuità nello svolgimento dei compiti agli stessi attribuiti e che l'efficacia della sostituzione rimanga sospesa sino a che un'altra Sgr non sia subentrata nello svolgimento delle funzioni svolte dalla società sostituita<sup>49</sup>.

Ciò nonostante, si rileva il permanere dell'attività di amministrazione e commercializzazione di quote o azioni di Oicr fra quelle esercitabili nel rivisitato Titolo III, Capo I, t.u.f. e la persistente natura qualificante di queste attività “tipiche” del servizio di gestione “in monte” (come si evince dalla definizione normativa di Oicr e di fondo comune di investimento), ancorché il riferimento all'attività organizzativa e

---

<sup>47</sup> In questi termini, cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 196 s.

<sup>48</sup> Cfr. Relazione illustrativa allo schema di d.lgs. n. 44/14, p. 16.

<sup>49</sup> Cfr. l'art. 36, t.u.f. e il Titolo V, Cap. II, Sez. II, par. 4, Reg. gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

istitutiva dell'Oicr non sia più riscontrabile nella definizione di gestione collettiva del risparmio<sup>50</sup>. Alla molteplicità di attività corrisponde, dunque, un'articolazione strutturale e organizzativa, che prevede il coinvolgimento di più soggetti a cui vengono attribuite le diverse funzioni connesse allo svolgimento del servizio. Oltre agli investitori che, nella veste di partecipanti al fondo, rappresentano il referente sostanziale della complessiva attività gestoria, gli altri soggetti coinvolti sono la società di gestione e il depositario, a cui la legge affida la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo. Segnatamente, la Sgr che ha istituito il fondo o quella che è subentrata nella gestione nonché il depositario devono esercitare le rispettive funzioni in modo indipendente e nell'interesse degli investitori<sup>51</sup>.

Un'ulteriore possibile articolazione organizzativa è la «delega» che, ai sensi dell'art. 33, co. 4, t.u.f., può essere rilasciata a soggetti terzi con riferimento a specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi cui le sgr sono abilitate, compresa la gestione del fondo.

La norma – letta anche alla luce della disciplina comunitaria – sembra circoscrivere la portata della delega entro limiti tali da evitare lo svuotamento, di fatto, del soggetto delegante, consentendo di esercitare la delega nel rispetto delle disposizioni in materia di esternalizzazione di funzioni; donde la responsabilità della Sgr verso gli investitori e i terzi per l'operato dei delegati, a prescindere dalla qualità e dalla quantità dei servizi delegati. E' agevole rilevare la difformità di tale tipo di delega dalla scissione funzionale e strutturale prevista dalla normativa previgente.

L'attività di gestione del fondo è sottoposta a riserva di legge in favore della società di gestione, previa autorizzazione amministrativa rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob e conseguente iscrizione in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia che, a seguito del recepimento della dir. AIFM, risulta distinto in più sezioni ove vengono iscritte le SGgr autorizzate a gestire gli OICVM e le Sgr autorizzate a gestire FIA (<sup>52</sup>). Il rilascio dell'autorizzazione, entro il termine di 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda, è subordinato all'esistenza delle condizioni divise dalla normativa atte a garantire la sana e prudente gestione, con evidenti margini di discrezionalità delle

---

<sup>50</sup> Cfr. l' art. 1, comma 1°, lett. n, t.u.f. Ciò premesso, la nozione di gestione collettiva non appare sostanzialmente cambiata considerando che la principale innovazione, rappresentata dall'inclusione dell'attività di gestione del rischio, costituisce un'attività essenziale sia per la normativa comunitaria di cui alla dir. UCITS IV sia per quella nazionale

<sup>51</sup> Cfr. gli artt. 36, co. 3 e 48, co. 1, t.u.f.,

(<sup>52</sup>) Cfr. art. 35, t.u.f., ai sensi del quale vengono altresì create sezioni distinte nell'elenco delle società estere.

Autorità di vigilanza. In particolare, a norma dell'art. 34, co. 1, t.u.f., la concessione dell'autorizzazione presuppone l'accertamento della sussistenza delle seguenti condizioni: che sia adottata la forma di società per azioni e la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio"; la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica; il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia<sup>53</sup>; gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale in misura rilevante, ai sensi dell'art. 15, co. 1, t.u.f.<sup>54</sup>, abbiano i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità indicati dall'art. 13 e 14 t.u.f. rispettivamente; la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, co. 5, t.u.f.; venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa<sup>55</sup>.

Così come previsto per l'autorizzazione allo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento da parte delle Sim (art. 19 t.u.f.), l'art. 34, co. 2, t.u.f. individua il rispetto della sana e prudente gestione quale criterio cardine per l'esercizio del servizio di

---

<sup>53</sup> Ai sensi del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo II, Cap. I, Sez. II, par. 1, "Capitale iniziale", il "Capitale sociale minimo iniziale fatto salvo quanto previsto dalla Sezione VII ("SGR sotto soglia"), ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione di OICVM o di FIA, o alla prestazione congiunta del servizio di gestione di OICVM e di FIA, la SGR dispone di un ammontare di capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, di almeno 1 milione di euro. Tale capitale minimo iniziale è ridotto a cinquecento mila euro in caso di SGR che intenda svolgere esclusivamente l'attività di gestione di FIA chiusi riservati. Il capitale sociale minimo iniziale non può comprendere conferimenti in natura. Nelle ipotesi di società già operanti che, previa modifica del proprio oggetto sociale, intendano essere autorizzate come SGR, ai fini del calcolo dell'importo minimo sopra indicato si tiene conto del capitale versato e delle riserve indisponibili per legge o per statuto risultanti dall'ultimo bilancio approvato".

<sup>54</sup> Ai sensi dell'art. 15 (Partecipazioni), t.u.f. "Chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente od indirettamente, in una Sim, società di gestione del risparmio, Sicav o Sicaf una partecipazione che comporta il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla società o che attribuisce una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute, deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. La comunicazione preventiva è dovuta anche per le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunga o superi, in aumento o in diminuzione, il 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano l'acquisizione o la perdita del controllo della società".

<sup>55</sup> Le medesime condizioni sono richieste per l'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini da parte delle società di gestione del risparmio. In generale, sul tema della vigilanza, si v. VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, 2, 195 ss.; ID., *La riforma della vigilanza. Tanto rumore per nulla*, in *An. giur. econ.*, 2006, 1, 117 ss.

gestione collettiva del risparmio. L'autorizzazione rappresenta una condizione per l'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio e non è ostativa all'iscrizione della società nel registro delle imprese, come previsto, invece, per le SICAV.

E' da rilevare come le modifiche apportate al regime di autorizzazione delle Sgr, così come dettagliate nelle apposite sezioni del provvedimento della Banca d'Italia, risultano allineate alle disposizioni sulle attività esercitabili ed enucleate nell'art. 33, t.u.f.

Tale norma, infatti, consente alle Sgr l'esercizio della gestione del patrimonio e dei rischi degli Oicr nonché della amministrazione e della commercializzazione degli Oicr gestiti <sup>(56)</sup>. Peraltro, risultano in linea con l'art. 6, dir. AIFM, che prevede per gli Stati membri la possibilità di autorizzare i gestori a fornire ulteriori servizi oltre alle *funzioni minime* di gestione del portafoglio e di gestione del rischio <sup>(57)</sup>,

### **3.1. (segue) Il regolamento e la gestione del fondo.**

Come segnalato, preliminare, rispetto all'istituzione del fondo, è la deliberazione di un «regolamento»<sup>58</sup> da parte della società di gestione. Il regolamento definisce, con riguardo a ciascun fondo comune, le relative caratteristiche, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, la ripartizione dei compiti tra tali

---

<sup>(56)</sup> Tali attività vengono identificate come “funzioni minime” e “funzioni supplementari”, ai sensi della dir. AIFM, All. I.

<sup>(57)</sup> Ai sensi dell'art. 4, par. 1, lett. w, dir. AIFM, gestire un FIA significa svolgere almeno “le funzioni di gestione degli investimenti”, di cui all'All. I, punto 1, lett. a o b e cioè: a) la gestione del portafoglio e b) la gestione del rischio. Dette attività devono essere prestate congiuntamente, come specificato dall'art. 6, paragrafo 5, lettera d), della dir. AIFM, ai sensi del quale un GEFIA “non può essere autorizzato a prestare l'attività di gestione del portafoglio senza fornire anche l'attività di gestione del rischio e viceversa”.

L'All. I della dir. AIFM identifica le suddette attività di gestione del portafoglio e di gestione del rischio come *funzioni minime* che un GEFIA deve esercitare nella gestione di un FIA; a queste si aggiungono altre *funzioni supplementari*. Queste ultime consistono nelle attività di amministrazione e commercializzazione del FIA, nonché nelle attività collegate alle attività del FIA stesso (che comprendono, nello specifico, la prestazione dei servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del GEFIA, il *facility management*, l'attività di amministrazione dei beni immobili, l'attività di consulenza alle imprese sulla struttura del capitale, la strategia industriale e le questioni collegate, l'attività di consulenza e i servizi in materia di fusioni e acquisizioni di imprese nonché altri servizi collegati alla gestione del FIA e alle società e alle attività in cui il FIA è investito). Ai sensi dell'art. 6, par. 5, lett. c, dir. AIFM, un GEFIA non può essere autorizzato a prestare unicamente le funzioni supplementari senza essere autorizzato a prestare le funzioni minime.

<sup>58</sup> L'approvazione del regolamento può spettare sia all'assemblea sia al consiglio di amministrazione in quanto la scelta è lasciata all'autonomia della società. Cfr. sul punto, Cfr. ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, 462. La procedura di autorizzazione del regolamento è disciplinata dal Titolo V, Cap. II, Sez. II, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

soggetti e i rapporti intercorrenti tra questi ultimi e i partecipanti al fondo<sup>59</sup>. Per quanto concerne l'attività di gestione svolta dalla Sgr, devono essere indicati gli organi competenti per l'attuazione della politica di investimento.

Si è evidenziato che la partecipazione dell'investitore al fondo comune si realizza mediante l'adesione al regolamento del fondo, che viene così a costituire la fonte (di natura contrattuale) di disciplina del contenuto del rapporto fra investitore e società di gestione<sup>60</sup>, in cui i primi sono privi di poteri di ingerenza e di controllo nelle decisioni di investimento.

Il regolamento del fondo ha, inoltre, la funzione di consentire all'investitore «la piena e agevole comprensione delle caratteristiche del fondo e le condizioni contrattuali»<sup>61</sup>. Il regolamento è un documento predisposto unilateralmente dalla società di gestione e sottoposto all'approvazione della Banca d'Italia, sentita la Consob. La valutazione dell'Autorità di vigilanza sulla completezza e sulla compatibilità con i criteri generali dalla stessa determinati non ha per oggetto esclusivamente la deliberazione di adozione del regolamento, ma è richiesta per ogni eventuale successiva modificazione.

Fermo restando il contenuto minimo inderogabile e i criteri generali di redazione stabiliti dall'Autorità di vigilanza, nella prassi le società di gestione adottano, in sede di redazione del regolamento, schemi generali approvati in via preventiva dalla Banca d'Italia sulla base delle diverse tipologie dei fondi, della categoria di investitori o delle regole di funzionamento del fondo, ossia schemi c.d. «riconosciuti», in quanto ritenuti compatibili con le vigenti disposizioni dalla Banca d'Italia e per i quali l'*iter* amministrativo di approvazione e di modificazione risulta semplificato<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> In particolare, il regolamento stabilisce: a) la denominazione e la durata del fondo; b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo; c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi; d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi; f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio; g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti; h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione.; i) se il fondo è un fondo *feeder*.

<sup>60</sup> Cfr. MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit.; ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, cit., 261; GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, cit., 33; FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, cit., 50.

<sup>61</sup> V. provv. Banca d'Italia 19 gennaio 2015, titolo V, capitolo I, sez. I, 3.

<sup>62</sup> V. provv. Banca d'Italia 19 gennaio 2015, titolo V, capitolo II.



Nonostante la notevole «amministrativizzazione» della relativa disciplina<sup>63</sup>, è opinione generalmente condivisa che il regolamento abbia natura di atto di diritto privato, destinato a disciplinare in modo standardizzato il rapporto contrattuale di partecipazione al fondo che viene a instaurarsi fra la società di gestione e i partecipanti<sup>64</sup>.

A seguito dell'approvazione del regolamento, la società di gestione può procedere alla raccolta del risparmio fra il pubblico, mediante collocamento dei certificati di partecipazione e nel rispetto della disciplina in tema di appello al pubblico risparmio. Con la sottoscrizione originaria ovvero con il successivo acquisto delle quote di partecipazione, viene a instaurarsi il rapporto fra i partecipanti e la società di gestione attribuendo, al contempo, "legittimazione" piena ed esclusiva a quest'ultima ad agire.

L'attività di gestione comprende qualunque atto utile alla valorizzazione del fondo, nel rispetto delle regole previste dalla legge, dalle norme di vigilanza e dalle clausole del regolamento del fondo. La società di gestione investe le somme dei partecipanti nei beni secondo le indicazioni del regolamento del fondo provvedendo a movimentare i patrimoni conferiti al gestore mediante le necessarie acquisizioni, alienazioni e ogni attività ritenuta opportuna nell'interesse della pluralità dei partecipanti. In definitiva, la funzione gestoria rappresenta la prestazione caratteristica della gestione collettiva del risparmio – oltre a quella di natura "organizzativa" o "istitutiva" – che si esplica in una sequenza di atti di investimento e disinvestimento, in forma collettiva, con una logica di diversificazione dei rischi e con una finalità prettamente finanziaria, in vista del conseguimento della valorizzazione del patrimonio raccolto e di un risultato utile<sup>65</sup>. È evidente, al riguardo, la contrapposizione dell'attività di gestione a quella di mera amministrazione volta, essenzialmente, all'esecuzione di atti con finalità conservativa (e non di incremento o dinamica) e all'esercizio dei diritti connessi ai beni facenti parte del patrimonio<sup>66</sup>. Volendo "ricostruire" il fenomeno gestorio alla luce delle sue

---

<sup>63</sup> Cfr. ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, cit., 463.

<sup>64</sup> cfr. SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 195; COSTI R.– ENRIQUES L., *op. cit.*, 411

<sup>65</sup> Per un'analisi dei tratti tipici del fenomeno gestorio, si rinvia, per tutti, a COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, nel *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011, 699 ss.; ID, *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna.

<sup>66</sup> A tal fine, si rinvia alla (risalente) Comunicazione Consob n. 91007025 del 6 dicembre 1991 in cui si definisce l'attività di *gestione* come quella «che si realizza attraverso il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dell'attività di investimento e disinvestimento in valori mobiliari». In modo conforme, le successive Comunicazioni n. 92001325 del 28 febbraio 1992 e n. 94005134 del 23 maggio 1994 delineano i tratti caratteristici della funzione gestoria, in contrapposizione all'attività di *amministrazione*.

peculiarità, si può schematicamente evidenziare che con il proprio “apporto” il partecipante “destina” al fondo comune un bene che, considerato nel suo valore strumentale allo svolgimento di un’attività di gestione diretta a un risultato nell’interesse dei partecipanti, non può essere utilizzato in alcun caso per il soddisfacimento di interessi diversi o riferibili alla Sgr nonché a terzi<sup>67</sup>. In tal modo, emerge chiaramente dalla disciplina la “funzionalizzazione” della gestione tesa affinché il fondo realizzi le finalità per la quale è normativamente prevista la sua costituzione<sup>68</sup>.

### **3.2. (segue) Il depositario.**

Il terzo soggetto coinvolto nella prestazione del servizio di gestione collettiva è il «depositario», la cui presenza compensa l’assenza di poteri individuali di controllo sul gestore.

Al depositario, individuato nel regolamento del fondo, il legislatore affida, ai sensi dell’art. 48, t.u.f., la custodia sia degli strumenti finanziari ricompresi nel fondo sia delle disponibilità liquide se non affidate ad altri soggetti (c.d. modello trilaterale), nonché poteri di controllo<sup>69</sup>.

Nel quadro di un disegno organizzativo caratterizzato dalla separazione dell’attività in vari segmenti funzionali<sup>70</sup>, la previsione imperativa di un soggetto terzo con funzioni di depositario è posta a presidio della regola di separazione patrimoniale espressa nell’art. 36, co. 4, t.u.f. e della natura “autonoma” del fondo, al fine di prevenire indebite attività appropriative o distrattive dei specifici beni da parte della società di gestione e garantire, in tal modo, il principio generale per cui il gestore non può in nessun caso utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, i beni “di pertinenza” dei fondi gestiti.

Nell’esercizio dell’incarico di deposito, è possibile delegare a terzi esclusivamente le funzioni di custodia e di verifica della proprietà dei beni. Rientra nella delega il c.d. *sub-deposito*, ossia la delega delle funzioni di custodia senza trasferimento degli obblighi di registrazione adeguata degli strumenti finanziari<sup>71</sup>, previo consenso della

---

<sup>67</sup> Così, testualmente, l’art. 36, comma 4, t.u.f.

<sup>68</sup> Per queste e altre riflessioni, v. FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. delle società*, 2012, 755.

<sup>69</sup> Sul ruolo del depositario, v., in generale, CASELLA P. – RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991, 210

<sup>70</sup> Cfr. GUERRERA F., *Contratto d’investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 701.

<sup>71</sup> V. provv. Banca d’Italia, 19 gennaio 2015, Titolo V, cap. II,

Sgr e prevedendo, nella convenzione tra depositario e Sgr, la stessa possibilità di *sub*-deposito nonché l'indicazione nominativa dei soggetti eleggibili, applicando, in quanto compatibile, la disciplina in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali prevista per le banche e per le Sim, a seconda della natura del depositario.

Mette conto segnalare che l'obbligo di affidamento in custodia al depositario ha ad oggetto gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide e non, dunque, tutto il patrimonio. Non di meno, la presenza di questo soggetto "terzo" è sempre necessaria e deve essere prevista in sede di redazione del regolamento del fondo. A tal fine, nell'ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio, il ruolo del depositario ha conosciuto un processo di rinvigorimento in vista di una più avvertita esigenza di tutela verso gli investitori. La centralità della figura in questione è testimoniata dal fatto che il depositario viene individuato dalla normativa di riferimento non soltanto come il soggetto attributario dei compiti di custodia di tutte le risorse del fondo, ma anche come l'elemento che sovrintende alle funzioni di monitoraggio e controllo dell'operatività e dell'efficienza tecnica della società di gestione.

Il ruolo del depositario non è limitato, in effetti, alla custodia del compendio patrimoniale<sup>72</sup>, ma ricomprende anche obblighi di controllo diuturno sull'attività della società di gestione e sulle operazioni che, in via generale, fanno capo a quest'ultima, anche se non inerenti ai beni oggetto di custodia del depositario.

Il nucleo essenziale dell'attività di controllo è rappresentato dal dovere di accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote, nonché di destinazione dei redditi del fondo, la correttezza del calcolo del valore delle quote (ovvero provvedervi direttamente su incarico della società di gestione), assicurare che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso. Il depositario, infine, esegue materialmente le istruzioni di investimento, previo controllo di legittimità rivestendo, in tal modo, l'essenziale ruolo di vigilanza e di *gate keeper* nonché di prevenzione di comportamenti pregiudizievoli per i partecipanti. Le istruzioni

---

<sup>72</sup> Riprendendo i canoni impiegati dalla Direttiva AIFM, la Direttiva UCITS V è intervenuta, tra l'altro, per chiarire il significato da attribuire al concetto di "custodia" di strumenti finanziari e agli obblighi ad esso collegati. Partendo dalla considerazione che non tutti gli strumenti finanziari possono essere fisicamente custoditi presso il depositario, il complessivo affidamento degli attivi del fondo al custode si traduce, per un verso, in un dovere di custodia in senso stretto che riguarda tutti quegli strumenti finanziari che possono costituire oggetto di un'attività di deposito ed amministrazione, per l'altro in un dovere di verifica circa la titolarità in capo all'OICR di quei beni che, per loro natura, non possono formare oggetto di deposito in senso proprio.

della società di gestione del risparmio, infatti, devono essere eseguite solo se non contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza<sup>73</sup>.

Alla violazione dell'obbligo di non eseguire istruzioni illegittime, così come in caso di inosservanza degli obblighi connessi allo svolgimento delle mansioni, consegue la responsabilità del depositario per i danni causati alla società di gestione del risparmio e ai partecipanti al fondo. In perfetta aderenza con la "specialità" che connota l'intervento del depositario nella gestione collettiva, oltre alla responsabilità generale derivante dagli obblighi connessi con il deposito degli strumenti finanziari e dei beni del compendio patrimoniale, il depositario viene investito, nello svolgimento delle sue mansioni, di una responsabilità specifica. Il t.u.f. individua e contempla così, all'art. 49, la responsabilità del depositario nei confronti dell'Oicr e dei suoi investitori in una duplice forma, ossia nel caso di perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia direttamente o eventualmente con il ricorso ad un terzo, al quale è stata delegata la custodia, ovvero nell'ipotesi di una qualunque altra perdita o danno subiti o arrecati al fondo o ai suoi investitori. Il depositario potrà andare esente dalle conseguenze pregiudizievoli degli atti ad esso attribuibili, nel primo caso, ove dimostri che la perdita si sia verificata in conseguenza di un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo; nella seconda ipotesi, qualora il custode dimostri la mancanza di una condotta intenzionale o colpevole che abbia cagionato "ogni altra perdita" in capo agli Oicr e/o ai sottoscrittori. Questo profilo di responsabilità impiega, a ben vedere, il parametro del c.d. "*negligent failure*", quale criterio di imputazione della responsabilità del depositario, ossia il riferimento alla colpa come mancata adozione della diligenza richiesta, in linea con la disciplina della Direttiva UCITS V<sup>74</sup>.

La natura di tale responsabilità non è, tuttavia, di agevole individuazione ponendosi la "classica" questione della classificazione in responsabilità aquiliana o contrattuale. La dottrina prevalente qualifica la responsabilità verso i partecipanti del fondo come aquilana, *ex art. 2043 c.c.*, mentre quella verso la società di gestione come contrattuale,

---

<sup>73</sup> Così, COSTI R. – ENRIQUES L., *op. cit.*, 424 s.

<sup>74</sup> Si osserva che proprio l'utilizzo di tale criterio ha suscitato reazioni in seno ai diversi Stati membri in quanto la nozione di tale istituto non è condivisa a livello comunitario in ragione del fatto che il regime della responsabilità civile non risulta al momento armonizzato tra le diverse giurisdizioni appartenenti all'Unione Europea. L'opzione normativa compiuta dalla Commissione per un criterio di imputazione della responsabilità per colpa in termini di negligenza rischia, quindi, di far sì che l'obiettivo prefissato dalla Direttiva UCITS V - ossia quello di attribuire agli investitori di tutta Europa un regime di tutela equivalente - venga sostanzialmente vanificato in quanto i giudici di ogni singolo Stato membro potrebbero riempire di contenuto il criterio del "*negligent failure*" attingendo liberamente agli istituti ed ai principi delle proprie tradizioni giuridiche.

ex art. 1218 c.c.<sup>75</sup>, in considerazione dell'esistenza di un accordo che disciplina la relazione che si instaura tra il gestore e il depositario.

Pur riconoscendo che la dislocazione dei rapporti tra sottoscrittori, depositario e gestore non possa ricondursi su piani omogenei, in quanto i detentori di quote non aderiscono alla convenzione stipulata tra la società di gestione e il depositario, ma semplicemente accettano le condizioni generali contenute nel regolamento del fondo in cui viene fatta menzione delle funzioni e dei compiti assegnati alla banca depositaria, tuttavia, la ricostruzione riportata mostra il fianco a talune critiche di sistema. In particolare, affermata l'esistenza di una responsabilità diretta del depositario nei confronti dei partecipanti al fondo in caso di inadempimento dei propri obblighi nonché di una funzione di garanzia e controllo istituzionalmente devoluto al depositario, appare disallineata rispetto al sistema la minore tutela civilistica così derivante accordata ai sottoscrittori rispetto a quella apprestata per la società di gestione del risparmio. Avvalorando queste considerazioni, si può ipotizzare che il rapporto depositario-investitore del fondo si qualifichi in forza dei compiti di supervisione e monitoraggio devoluti al soggetto depositario e che genera affidamento e aspettative di protezione. Così, pur affermando che non sussista alcun vincolo di natura contrattuale tra le parti, l'instaurarsi di una relazione qualificata, dalla quale derivano, in capo al depositario, doveri di salvaguardia verso il sottoscrittore, apre lo spiraglio a un'ipotesi di responsabilità contrattuale da contatto sociale che deriva, in tal caso, dalla violazione di obbligazioni sorte da disposizioni di legge, le quali risulterebbero fatti idonei a produrre vincoli obbligatori nel senso dell'art. 1173, ult. parte, c.c..

Da ultimo, è opportuno evidenziare che la direttiva UCITS V introduce una importante novità sotto il profilo della responsabilità del soggetto depositario, rappresentata dall'individuazione nell'organismo di investimento collettivo e non più nella "società di

---

<sup>75</sup> In tal senso, cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 198 sSi vedano però i rilievi di FERRARIS DI CELLE A.- SZEGO B., in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 394, 1998; BRIOLINI F.- MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002; LUBRANO M., *Commento all'art. 38*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, 336; RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni di investimento*, cit. 339; D'AMBROSIO L., in S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004, 160. Sottolinea che le differenze, dal punto di vista pratico, tra le due soluzioni sono ridotte SCIOTTI A., *Commento sub art. 38*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 301.

gestione”<sup>76</sup> del soggetto beneficiario di un regime di tutela che procede di pari passo con quello assicurato all’investitore. Tale mutamento di prospettiva che modifica, dunque, il profilo soggettivo di applicazione dell’ambito di tutela, valorizza appieno il fondo comune di investimento nella sua qualità di patrimonio autonomo e centro di imputazione di interessi (distinto a tutti gli effetti dalla società di gestione) che, come tale, potrebbe patire un danno immediato per la riduzione della consistenza degli attivi a seguito della perdita degli strumenti finanziari custoditi presso il depositario. Per quanto riguarda l’elemento oggettivo della responsabilità, la direttiva UCITS V sembra conformarsi alla direttiva AIFM e, per tale via all’art. 49, t.u.f., in quanto ripropone un sistema di responsabilità del depositario a duplice connotazione. Su questa linea, la direttiva UCITS V conferma, infine, l’impostazione “garantista” dell’attuale normativa che mantiene in capo al depositario la responsabilità per le perdite e i danni procurati all’organismo di investimento collettivo e agli investitori anche in caso di conferimenti di deleghe a vari *sub*-depositari, al fine, evidentemente, di evitare che il regime di responsabilità possa essere eluso attraverso l’utilizzo sistematico di tali deleghe.

Si evidenzia che al fine di assicurare l’effettivo esercizio dei compiti di vigilanza del depositario, gli amministratori e i sindaci devono riferire tempestivamente alla Banca d’Italia e alla Consob in merito alle irregolarità e alle anomalie riscontrate nell’esercizio delle sue funzioni. Ne consegue una possibile responsabilità degli organi sociali nei confronti delle autorità di vigilanza, sanzionata ai sensi dell’art. 190, co. 1, t.u.f.

I delicati compiti e i rischi connessi all’esercizio della funzione attribuita al depositario sono stati presi in considerazione, a ben vedere, anche con riguardo alle condizioni richieste per l’assunzione dell’incarico e alle modalità per l’eventuale *sub*-deposito dei beni del fondo. A tal fine, la disciplina regolamentare, stabilita dalla Banca d’Italia, sentita la Consob, prescrive, preliminarmente, specifici requisiti per l’insediamento, prevedendo che tale ruolo debba necessariamente essere svolto da un soggetto bancario italiano o una succursale italiana di una banca comunitaria, da una Sim o succursale italiana di imprese di investimento.

---

<sup>76</sup> Nell’attuale normativa, l’art. 49, co. 1, t.u.f., individua nel gestore e nei partecipanti i beneficiari del regime di responsabilità. Tuttavia, la responsabilità nei confronti dell’Oicr è prevista nel successivo comma.

La sussistenza dei requisiti sopra menzionati deve essere accertata dalla Banca d'Italia nell'ambito del procedimento di approvazione del regolamento, quale condizione per la "assunzione" dell'incarico<sup>77</sup>.

Al contrario, la disciplina è palesemente più indulgente in punto di individuazione dei requisiti minimi per l'esercizio della funzione di *sub* deposito in quanto non si ravvisa la riserva in favore dei soli soggetti bancari del ruolo di depositario. In quest'ottica, dunque, deve essere letta la più stringente previsione che radica in capo al depositario la responsabilità nei confronti della Sgr e dei singoli partecipanti anche nel caso di deleghe di custodia.

Ai requisiti di insediamento si aggiungono quelli di natura patrimoniale e organizzativa, miranti a garantire un efficiente e corretto esercizio delle funzioni, con particolare riguardo a quelle di controllo e supervisione nonché a preservare un regime di immanente autonomia e indipendenza rispetto alla società promotrice e al gestore.

Nel quadro sopra sommariamente delineato, il regime di autonomia e indipendenza viene generalmente assolto, secondo le previsioni regolamentari, tramite l'adozione di idonei schemi organizzativi e sistemi di controllo. In particolare, la Banca d'Italia ha previsto che la contestuale assunzione di ruolo di esponente aziendale presso la Sgr e presso il depositario non possa garantire la prescritta indipendenza e creare quelle fondamentali paratie tra soggetto vigilante e vigilato, in grado di ridurre il rischio di conflitti di interessi<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> In via regolamentare, la Banca d'Italia prescrive, inoltre, che le banche che intendono assumere l'incarico di depositaria ne danno preventiva comunicazione alla medesima Autorità.

<sup>78</sup> Il provv. della Banca d'Italia 19 gennaio 2015, Titolo VIII, Cap. II, testualmente prevede che al fine di garantire l'autonomia della banca depositaria dalla società di gestione, "(...) Per preservare l'indipendenza e l'autonomia del depositario, secondo quanto previsto dall'art. 48 TUF, il gestore non può conferire l'incarico di depositario qualora il presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica, i membri dell'organo con funzione di gestione, il direttore generale o i membri del comitato di gestione del gestore medesimo svolgano una delle seguenti funzioni presso il soggetto che intende assumere l'incarico: - presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica, membro dell'organo con funzione di gestione, direttore generale; - dirigente responsabile - anche se appartenente a una struttura intermedia dell'organigramma aziendale - delle strutture organizzative del soggetto che svolge funzioni di depositario". Cfr. LENER R., *Le società di gestione del risparmio - Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca impr. società*, 1999, 351.

#### 4. Tipologie di fondi.

L'attuale impianto normativo è caratterizzato da un'ampia delegificazione della materia<sup>79</sup>, in quanto la disciplina delle diverse tipologie dei fondi è stata demandata dal legislatore a un regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze – sentite la Banca d'Italia e la Consob – al quale spetta il compito di determinare i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento (art. 39, co. 1, t.u.f.)<sup>80</sup>. Tuttavia, con il recepimento della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), l'impianto definitorio del t.u.f. ha assunto un nuovo assetto che indica, seppur sinteticamente, le tipologie di fondi rinvenibili, tenuto conto delle direttive europee in materia di gestione collettiva<sup>81</sup>.

La disciplina prevede, innanzi tutto, l'articolazione degli Oicr e, dunque, dei fondi di investimento<sup>82</sup>, nelle tipologie degli Oicr italiani aperti e chiusi.

La natura «aperta» o «chiusa» del fondo è legata al diverso atteggiarsi della posizione dei partecipanti rispetto al disinvestimento<sup>83</sup> rilevando, peraltro, che la suddetta natura impatta sulla politica di investimento e viceversa.

Nell'ambito degli Oicr aperti si rileva l'ulteriore distinzione fra gli OICVM italiani<sup>84</sup> e i FIA italiani (aperti), entrambi includenti i fondi i comuni di investimento ma che si differenziano a seconda che siano soggetti alla disciplina comunitaria di cui alla

---

<sup>79</sup> Nella disciplina previgente al d.lg. 58/1998 (t.u.f.) le diverse tipologie dei fondi ammesse nel nostro ordinamento erano stabilite dalla normativa primaria. Con riferimento alle tematiche generali relative alla struttura ed al funzionamento dei fondi comuni di investimento nella previgente disciplina italiana, cfr. CASELLA P.-RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, cit.; ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I, 404 ss. Per una disamina comparata, v. PIETRA E., *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I, 534 ss.; MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi*, cit., 301.

<sup>80</sup> Il “nuovo” Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 5 marzo 2015, n. 30 recante Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 65 del 19 marzo 2015. Il Regolamento è entrato in vigore a partire dal 3 aprile 2015.

<sup>81</sup> Già in sede definitoria, l'art. 1, co. 1, t.u.f. elenca, tra le varie tipologie: l'Oicr aperto e chiuso; gli Oicr italiani; gli OICVM italiani e UE; gli Oicr alternativi italiani (FIA italiani), UE (FIA UE) e non UE (FIA non UE); i FIA italiani riservati.

<sup>82</sup> In quanto definito dall'art. 1, co. 1, lett. j, t.u.f., come “Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore”.

<sup>83</sup> Così, ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., 350.

<sup>84</sup> Gli OICVM italiani possono essere istituiti solamente nella forma di fondo comune di investimento aperto o di Sicav.



direttiva UCITS o AIFM, rispettivamente. In conformità con quanto stabilito dalla disciplina comunitaria, è previsto che gli OICVM italiani possano essere istituiti solamente nella forma del fondo comune di investimento aperto (nonché di Sicav).

In entrambi i casi è prevista la raccolta di capitali e il rimborso delle quote in via continuativa, consentendo la sottoscrizione delle quote in qualsiasi momento, mediante versamento dell'importo corrispondente al valore della quota, determinato dalla società di gestione con periodicità diversa a seconda del tipo di fondo.

Gli Oicr chiusi, per contro, non includono gli OICVM (poiché questi possono essere costituiti solo in forma di fondi aperti) bensì solo i FIA italiani chiusi, quelli immobiliari e i fondi immobiliari con apporto pubblico. L'ammontare delle risorse che si intendono destinare al patrimonio sono individuate con regolamento mentre la raccolta delle quote avviene in una o più *tranches* e il relativo rimborso a scadenze fisse, fermo restando che il termine di durata del fondo<sup>85</sup> deve essere coerente con la natura degli investimenti e non può superare i cinquant'anni. Qualora al termine del periodo di collocamento le sottoscrizioni risultino insufficienti o, al contrario, eccedenti la misura predeterminata dal fondo, quest'ultimo può essere, partitamente, ridimensionato o aumentato.

Nel fondo aperto, dunque, considerata la libertà di entrata e di uscita, i partecipanti hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote, secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo, là dove i partecipanti a un fondo chiuso, data l'assenza di tale libertà, hanno diritto a ottenere il rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate, coincidenti con la scadenza del termine di durata del fondo, salvo che il regolamento preveda la possibilità di un rimborso anticipato.

Il diverso atteggiarsi del diritto alla liquidazione della quota si riverbera sulla politica di investimento del fondo ovvero sulla natura dei beni nei quali può essere investito il patrimonio.

La costante esposizione alle richieste di liquidazione da parte dei partecipanti impone, infatti, l'investimento del patrimonio dei fondi aperti in strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato e in depositi bancari di denaro nonché, nel limite del venti per cento, in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato, mentre, al contrario, è richiesta l'adozione della forma chiusa per investimenti non agevolmente

---

<sup>85</sup> Ai sensi dell'art. 11, co. 2, del d.m. 30/2015, il regolamento del fondo può prevedere i casi in cui è possibile una proroga del termine di durata del fondo per il completamento dello smobilizzo degli investimenti e, in tal caso, deve essere data comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob dell'effettuazione della proroga, specificando le motivazioni poste a supporto della relativa decisione.

liquidabili. Tuttavia, il patrimonio degli OICVM italiani è investito nei beni previsti dalla direttiva UCITS nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, in attuazione delle direttive medesime. Questi limiti vincolano in termini quantitativi gli investimenti permessi e pongono divieti nella gestione e nell'attività di investimento e disinvestimento, al fine di evitare una carenza di liquidità del fondo, l'esposizione a conflitti di interessi e a rischi eccessivi (*i.e.* divieto di vendita allo scoperto di strumenti finanziari).

La «relazione biunivoca» fra tipologia di fondi e politiche di investimento<sup>86</sup> è evidente, d'altronde, anche nelle regole che impongono l'obbligo di adozione della forma chiusa per i fondi che investono in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato oltre il limite del venti per cento, in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari o, ancora, in crediti e titoli rappresentativi di crediti o altri beni, diversi dagli strumenti finanziari o dai depositi bancari, per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con una periodicità almeno semestrale e in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al venti per cento<sup>87</sup>. Ne consegue che l'assenza di problemi di liquidità rende, evidentemente, il fondo chiuso l'ideale investitore istituzionale per il finanziamento mediante capitale di rischio di società non quotate<sup>88</sup>.

Prescinde, invece, dalla natura «aperta» o «chiusa» la qualificazione di un fondo come «riservato» e rientrante, perciò, nella categoria dei FIA italiani riservati, la cui partecipazione è riservata a investitori professionali<sup>89</sup>.

Da un punto di vista soggettivo, nei fondi riservati si evidenzia una differenziazione della disciplina in funzione della classificazione della clientela<sup>90</sup>, chiaramente mutuata dalla disciplina dei servizi e delle attività di investimento, in cui si ravvisano criteri di

---

<sup>86</sup> ANNUNZIATAF., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., 281.

<sup>87</sup> L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di quote di fondi che sono investiti prevalentemente in crediti e titoli rappresentativi di crediti, in altri beni, diversi dagli strumenti finanziari o dai depositi bancari, per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con una periodicità almeno semestrale e in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, non può essere inferiore a cinquantamila euro.

<sup>88</sup> COSTI R. – ENRIQUES L., *op. cit.*, p. 408

<sup>89</sup> Sul punto, cfr. RENZULLI V., La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi, in *Le Nuove Leggi Civ. comm.*, 2015, 346 ss.

<sup>90</sup> Sul punto, si v. TUCCI A., “Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, nel *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011, spec. 193 ss.

classificazione conformi in punto di terminologia adoperata, diversamente dalla disciplina previgente.

Alla luce dell'attuale disciplina, i fondi "riservati" possono essere sia aperti che chiusi e accessibili, come visto, solo a particolari categorie di investitori, caratterizzate da una specifica esperienza in materia di operazioni finanziarie e, al contrario esclusi, a priori, per il pubblico *retail*. Ne deriva, in primo luogo, che a seconda della forma assunta dal fondo dovrà essere rispettato il nucleo della disciplina trasversale relativa ai fondi aperti o chiusi. Tuttavia, è possibile derogare a questa riserva soggettiva mediante espressa previsione in tal senso nel regolamento o nello statuto del FIA italiano riservato, allargando la partecipazione anche a investitori non professionali. In tal caso, gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo iniziale non inferiore a cinquecentomila euro e non frazionabile.

In secondo luogo, la destinazione del fondo a investitori professionali fa sì che nel regolamento possano essere fissati limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti, in via generale, dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia consentendo, per tale via, una gestione meno cautelativa rispetto ai fondi accessibili alla generalità degli investitori. In particolare, la condizione di oggettiva esperienza in materia di operazioni finanziarie rende pleonastica la previsione di taluni presidi, soprattutto di natura pubblicistica, necessari invece per le altre tipologie di fondi quale, ad esempio, la necessaria approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia

Parimenti, possono essere sia aperti che chiusi i «fondi garantiti», introdotti (dapprima) dal d.m. 31 gennaio 2003, n. 47, che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo.

La garanzia della restituzione o del suddetto rendimento deve essere prestata non dalla Sgr ma da un soggetto terzo, sottoposto alla vigilanza prudenziale (banche o imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106, t.u.b. aventi i requisiti indicati dalla Banca d'Italia), mediante la stipulazione di un'apposita convenzione.

Infine, con il recepimento della Direttiva AIFM<sup>91</sup>, la categoria dei "fondi speculativi" (modellati sugli *hedge funds* esteri e già sottratti alla classificazione generale in fondi

---

<sup>91</sup> Mediante il decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44.

aperti e chiusi)<sup>92</sup>, è stata eliminata a favore della nuova denominazione di “fondi alternativi”.

## **5. L’operatività transfrontaliera delle SGR e dei GEFIA.**

Come evidenziato, i fondi di investimento possono essere ricondotti a due macrocategorie: i fondi armonizzati ai sensi della Direttiva UCITS e i fondi non armonizzati (non UCITS), emessi da gestori (GEFIA) che operano in conformità alla Direttiva AIFM. Mentre i primi rispettano le regole definite dalla Direttiva 2009/65/CE, la caratteristica comune dei fondi non armonizzati (anche noti come fondi di investimento alternativi, FIA) è la non conformità alla Direttiva UCITS. Parimenti, mentre la “società di gestione UE” (già società di gestione armonizzata)<sup>93</sup>, esercita, ai sensi della direttiva UCITS, l’attività di gestione di uno o più OICVM in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia, il gestore di FIA UE (GEFIA UE) è la società, autorizzata ai sensi della direttiva AIFM, a esercitare l’attività di gestione di uno o più FIA in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia.

Nella complessiva riorganizzazione del Titolo III, t.u.f., relativo alla gestione collettiva del risparmio, nonché delle attività esercitabili da parte delle Sgr (ma anche delle Sicav e delle Sicaf) la dimensione dell’operatività transfrontaliera muove, dunque, dalla disciplina dei soggetti (italiani) autorizzati alla gestione collettiva del risparmio riscritta dal Capo I *bis*, di nuova introduzione, del t.u.f..

Un ruolo non secondario nella disciplina dell’operatività transfrontaliera, ha svolto il recepimento della disciplina delineata dalla dir. AIFM e, ancor prima dalle direttive UCITS, nella convinzione diffusa circa l’opportunità di creare le condizioni necessarie per favorire l’attività di commercializzazione transfrontaliera e di sviluppare un mercato interno all’Unione europea. Questa opportunità si traduce nella innovativa introduzione del regime di autorizzazione a operare come gestore di fondi in tutti i paesi europei attraverso un “passaporto del gestore”<sup>94</sup> – che può essere concesso da ogni singolo Stato

---

<sup>92</sup> D’APICE R., *Il fondo speculativo: il quadro normativo di riferimento*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 314.

<sup>93</sup> Definita dall’art. 1, co. lett. o-*bis*), dapprima inserito dall’art. 2 del d.lgs. n. 274 dell’1.8.2003 e poi sostituito dall’art. 1 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014.

<sup>94</sup> In tema di passaporto europeo, cfr. GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011, 1192; LUCIANO A., *La direttiva sui fondi di investimento alternativi*, in *Contr. e impr./Eur.*, 2011, 637; CORAPI E., *Gestione dei fondi alternativi e protezione dell’investitore*

membro – e a istituire, gestire e/o commercializzare fondi, anche non europei, liberamente in tutta l’Unione Europea, senza la necessità di costituire una sede fissa nello Stato di istituzione del fondo e indipendentemente dal fatto che siano gestiti all’interno o al di fuori dei Stati europei. Preliminarmente, va evidenziato che per istituire e gestire un OICVM armonizzato o un FIA<sup>95</sup> in uno Stato membro è sufficiente il rilascio dell’autorizzazione e l’esercizio della vigilanza da parte del solo Stato membro di origine del gestore (*home country control*)<sup>96</sup>. In via di principio viene affermato il diritto delle Sgr – e, in generale, dei soggetti abilitati ai sensi dell’ordinamento italiano, ossia le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni – di prestare i propri servizi, anche senza stabilire succursali, in uno Stato UE e non UE con riferimento non solo alle attività previste dalle dir. UCITS IV e AIFM per le quali sono stati autorizzati, ma anche per quelle escluse dall’ambito di applicazione delle due direttive. Infatti, al riguardo viene demandata alla competenza della Banca d’Italia, d’intesa con la Consob, il compito di disciplinare “le condizioni e le procedure in base alle quali le SGR sono autorizzate (...) per operare in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE nei casi esclusi dall’ambito di applicazione delle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE”.

In secondo luogo, ai fini della commercializzazione a livello transfrontaliero, l’istruttoria è modellata sulla falsariga di quanto previsto per la commercializzazione nazionale ed è incardinata presso l’Autorità competente dello Stato d’origine del gestore. Ove l’istruttoria abbia esito positivo, l’Autorità dello Stato d’origine trasmette il fascicolo di notifica all’Autorità competente dello Stato ospitante, consentendo al gestore di poter commercializzare gli OICR oggetto di notifica in via transfrontaliera in regime di libera prestazione di servizi o mediante succursale. In particolare, il “passaporto del gestore” è basato su un sistema di scambio di informazioni tra le autorità competenti dei diversi Stati membri, eliminando in tal modo la necessità di attuare operazioni di *private placement* delle quote dei fondi nei singoli Stati membri.

---

nella direttiva 61/2011 (aifm), in R. Lener (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014, 1037 ss.

<sup>95</sup> In sostanza, impiegando l’armamentario concettuale della dir. UCITS IV e proseguendo la strada intrapresa da quest’ultima, la direttiva assicura il riconoscimento in tutta l’Unione europea delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale di ciascun Stato membro mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza di tutti i GEFIA che gestiscono e/o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA).

<sup>96</sup>Cfr., in particolare, l’art. 41, comma 1° e 4°, t.u.f. (Operatività transfrontaliera delle Sgr).

Ne deriva che, alla luce del “nuovo” quadro normativo, beneficiari della libera circolazione, con diritto alla prestazione di servizi e allo stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica, sono in egual modo le società di gestione UE <sup>97</sup>, i GEFIA UE e i GEFIA non UE <sup>98</sup>.

In particolare, i GEFIA UE possono svolgere in Italia l'attività di gestione collettiva del risparmio per la quale sono autorizzati ai sensi delle disposizioni dell'Unione in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali a condizione che la Banca d'Italia sia informata dalla autorità competente dello Stato di origine e, dunque, senza la necessità di una preventiva autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza italiana che, invece, nel regime previgente ha costituito una barriera d'ingresso al mercato italiano <sup>99</sup>; la Banca d'Italia trasmette tempestivamente copia della comunicazione alla Consob. In tal caso, i GEFIA UE (ma anche le società di gestione UE) devono rispettare le norme di condotta previste dall'art. 35 *decies*, t.u.f. <sup>100</sup>, ove operino attraverso succursali italiane, l'art. 8, comma 1°, t.u.f. sullo scambio di informazioni con le autorità di vigilanza nonché ottemperare agli obblighi di *disclosure* e di gestione dei conflitti di interesse <sup>101</sup>. Per poter essere ammesso alla gestione di un FIA italiano un

---

<sup>97</sup> Cfr. l'art. 41 *bis*, t.u.f. Si noti che la Banca d'Italia non ha potere discrezionale circa l'ingresso dei soggetti UE all'interno del territorio italiano, dovendone essere solo informata (dell'informativa è poi data comunicazione tempestiva da parte della stessa Banca d'Italia alla Consob: artt. 41 *bis*, comma 1° e 41 *ter*, comma 1°, t.u.f.).

<sup>98</sup> Cfr. gli artt. 41 *ter* e 41 *quater*, t.u.f. che danno attuazione all'art. 12, comma 1, lett. *b*, della legge delega, secondo cui il Governo deve: “(...) prevedere, in conformità alla disciplina della direttiva, le necessarie modifiche alle norme del citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, per consentire che una società di gestione del risparmio possa prestare i servizi previsti ai sensi della direttiva, nonché possa istituire e gestire fondi comuni di investimento alternativi in altri Stati comunitari ed extracomunitari e che una società di gestione di fondi comuni di investimento alternativi comunitaria o extracomunitaria possa istituire e gestire fondi comuni di investimento alternativi in Italia alle condizioni e nei limiti previsti dalla direttiva (...)”.

<sup>99</sup> Cfr. LUCIANO A., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., 637 ss.; GUFFANTI E., *La direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., 1181.

<sup>100</sup> Gli artt. 35 *decies* e 35 *undecies*, t.u.f., dettano disposizioni comuni a tutti i gestori italiani (Sgr, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i loro patrimoni). In particolare, l'art. 35 *decies* sulle regole di comportamento e diritto di voto è stato modificato per tener conto degli Oicr in forma societaria come le Sicav e le Sicaf ed è già sostanzialmente in linea con la disciplina europea vigente. L'art. 12, par. 1, della direttiva e gli artt. da 16 a 29 del reg. UE n. 231/2013, nel fissare le condizioni operative del GEFIA, stabiliscono, tra l'altro, il principio dell'equità di trattamento degli investitori. Ai sensi dell'art. 16 del reg. UE n. 231/2013, le autorità competenti (Consob e Banca d'Italia) vigilano sull'osservanza di tali obblighi, per questo è stata inserita la previsione di cui all'art. 35 *decies*, comma 1°, lett. *d*.

<sup>101</sup> Ai sensi dell'art. 12, comma 1°, lett. *a*), della legge delega, il Governo deve: “ (...) prevedere, in conformità alle definizioni e alla disciplina della direttiva, le opportune modifiche alle norme del citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 concernenti la libera prestazione dei servizi e la libertà di stabilimento delle società di gestione di fondi comuni di investimento alternativi, anche al fine di garantire che una società di gestione di fondi comuni di investimento alternativi operante in Italia sia

GEFIA UE deve, peraltro, essere autorizzato nello Stato d'origine alla gestione di FIA con caratteristiche analoghe a quello oggetto di approvazione e deve stipulare un accordo con il depositario in base al quale quest'ultimo abbia tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti.

Diversamente, per i GEFIA non UE che scelgono l'Italia come Stato di riferimento ai sensi della dir. AIFM, è necessaria la previa autorizzazione della Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, al fine di gestire FIA italiani e FIA UE o commercializzare nel territorio dell'Unione i FIA gestiti; la Banca d'Italia curerà l'iscrizione del gestore in un'apposita sezione dell'elenco allegato all'albo delle Sgr di cui all'art. 35, t.u.f. Ai GEFIA non UE autorizzati in un altro Stato membro <sup>102</sup> dell'Unione che intendono gestire un FIA italiano, in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali, si applicano le norme sopra indicate per i GEFIA UE <sup>103</sup> dovendo, in ogni caso, rispettare la normativa italiana. La procedura per l'autorizzazione dei GEFIA non UE che abbiano l'Italia come Stato di riferimento e le norme di attuazione della dir. AIFM per i GEFIA non UE autorizzati in altro Stato membro dell'Unione sono stabilite con regolamento della Banca d'Italia, sentita la Consob <sup>104</sup>.

Le nuove norme contenute nel t.u.f. <sup>105</sup> distinguono, in primo luogo, la commercializzazione di quote o azioni di OICVM da quelle di FIA, attuando le disposizioni dell'AIFMD e, in secondo luogo, tra FIA riservati <sup>106</sup> e FIA non riservati, prevedendo che questi ultimi siano soggetti alle norme prudenziali di contenimento e

---

tenuta a rispettare le norme italiane in materia di costituzione e di funzionamento dei fondi comuni di investimento alternativi, e che la prestazione in Italia dei servizi da parte di succursali delle società di gestione di fondi comuni di investimento alternativi avvenga nel rispetto delle regole di comportamento stabilite nel citato testo unico". In materia di conflitto di interesse, si veda LENER R., *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 2007, 431; ID, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura D'APICE, Bologna 2010.

<sup>102</sup> In particolare, l'art. 8, par. 1, dir. 2011/61/UE, prevede che un GEFIA UE autorizzato nel proprio Stato membro d'origine, ai sensi dell'art. 6, possa gestire e commercializzare FIA UE e non UE nell'Unione mediante il regime del passaporto, in quanto l'autorizzazione "è valida per tutti gli Stati membri".

<sup>103</sup> Le disposizioni transitorie del Decreto differiscono l'entrata in vigore delle norme sopra menzionate relative alla operatività transfrontaliera delle Sgr negli Stati non UE e di quelle relative alla autorizzazione dei GEFIA non UE, alla data indicata nell'atto delegato che la Commissione europea dovrà adottare ai sensi dell'art. 67, comma 6°, AIFMD.

<sup>104</sup> Ai sensi dell'art. 41 *quater*, t.u.f.

<sup>105</sup> Cfr. il Capo II *ter*, t.u.f. (Commercializzazione di Oicr).

<sup>106</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 1°, lett. *m-quater*, t.u.f., il "FIA italiano riservato" è «il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39».

frazionamento del rischio previste dalla Banca d'Italia e che la relativa commercializzazione avvenga previa pubblicazione del prospetto.

Innanzitutto, con riguardo agli OICVM rientranti nell'ambito di applicazione della dir. UCITS, in ossequio al regime del mutuo riconoscimento la disciplina consente di commercializzare liberamente gli OICVM europei nel territorio italiano previo espletamento della notifica alla Consob da parte dell'autorità dello Stato membro di origine e delle ulteriori formalità previste dalla normativa di settore. Resta fermo che la commercializzazione in Italia potrebbe essere limitata ai soli investitori professionali ovvero dar luogo a un'offerta al pubblico e, come tale, soggetta alle relative prescrizioni. A tal fine si precisa che la definizione di "commercializzazione" non si rinviene nell'(opportuno) ambito di cui all'art. 1, t.u.f., ma nel "nuovo" art. 43, comma 1°, t.u.f., ai sensi del quale viene qualificata come "l'offerta, anche indiretta, su iniziativa o per conto del gestore, delle quote o azioni del FIA gestito rivolta ad investitori residenti o aventi sede legale nel territorio dell'UE"<sup>107</sup>.

In secondo luogo, per quanto riguarda i FIA la normativa prevede che, in attuazione della dir. AIFM, la commercializzazione di tali prodotti *nei confronti di investitori professionali* – così come definiti dall'art. 1, comma 1°, lett. m *undecies*, t.u.f. – e delle categorie di investitori individuate dal Ministro dell'economia e delle finanze, ai sensi dell'art. 39, t.u.f., possa svolgersi, parimenti, previa *notifica* alla Consob alla quale compete di dare tempestiva informazione dell'inizio dell'attività e dei relativi documenti alla Banca d'Italia, secondo la procedura di dettaglio individuata con apposito regolamento della Consob, sentita la Banca d'Italia. Si evidenzia che la disciplina della commercializzazione non riguarda solo FIA riservati italiani ma anche UE e non UE e che l'offerta può essere diretta sia nel territorio italiano sia in uno Stato membro dell'Unione diverso dall'Italia con la precisazione, tuttavia, che tra le varie informazioni che devono essere comunicate vi sono quelle finalizzate a impedire la commercializzazione nei confronti degli investitori al dettaglio. Merita evidenziare, a tal proposito, che i fondi alternativi sono prodotti che si caratterizzano per un alto livello di rischio e per una tipologia di *asset* investibili più complessa e, pertanto, destinati a investitori "s sofisticati" in grado di sopportare i relativi rischi. A tal fine, il regolamento ministeriale (ad oggi non ancora in vigore) di recepimento della normativa

---

<sup>107</sup> "Commercializzare", ai sensi dell'art. 4, par. 1, lett. x, dir. AIFM, significa "offrire o collocare direttamente o indirettamente, su iniziativa del GEFIA o per conto del GEFIA, quote o azioni di un FIA, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o con una sede legale nell'Unione".



comunitaria equipara i clienti professionali ai fini della dir. AIFM a quelli previsti dalla disciplina sui servizi e le attività di investimento.

In modo non dissimile, la commercializzazione di FIA *non riservati a investitori professionali* è necessariamente preceduta da una notifica alla Consob, in base all'art. 44, t.u.f., prevedendo, nondimeno, che in caso di commercializzazione diretta in Italia verso investitori *retail* il regime dei controlli sia rafforzato da regole più rigide idonee, a ben vedere, a creare i necessari presidi di tutela. Così, ai fini della commercializzazione nei confronti di investitori al dettaglio – la cui disciplina cade al di fuori del perimetro di armonizzazione – non sarà sufficiente la mera notifica dovendo, al contrario, essere presentata un'istanza di *autorizzazione* alla Consob che, d'intesa con la Banca d'Italia, procederà al relativo rilascio solo a seguito di un positivo riscontro delle condizioni stabilite nella normativa primaria. In sintesi, pur essendo rivolta principalmente agli investitori professionali nell'Unione, la scelta sostanziale compiuta a livello legislativo è stata quella di estendere la possibilità di commercializzare a investitori al dettaglio in Italia i FIA UE e non UE a condizione, tuttavia, che tali prodotti siano commercializzati nei confronti della medesima categoria di investitori anche nello Stato di origine del FIA e secondo prescrizioni più severe di quelle imposte in caso di investitori professionali, considerata la natura “inesperta” dei soggetti destinatari dell'offerta. Alla luce di ciò, non appaiono eccessivamente rigorose le disposizioni di esclusiva matrice domestica che subordinano la commercializzazione al rispetto di specifici obblighi e oneri informativi nonché di procedure di autorizzazione. Tali prescrizioni risultano essenziali, infatti, per consentire alle autorità di vigilanza nazionali il vaglio di verifica della conformità della documentazione d'offerta alla normativa vigente e la valutazione della struttura organizzativa e di gestione del rischio anche ai fini della successiva raccolta dei dati di vigilanza<sup>108</sup>. In particolare, con riguardo all'informativa da rendere

---

<sup>108</sup> Quanto alla commercializzazione nei confronti di investitori al dettaglio, in sede regolamentare (cfr. Regolamento Emittenti, così come modificato con delibera Consob n. 19094 dell'8 gennaio 2015 e pubblicato, con mera finalità informativa, sul sito internet dell'Autorità), si è provveduto a dettare la disciplina, già tracciata nelle sue linee generali nell'art. 44, t.u.f. In particolare, si è reso necessario intervenire sui seguenti profili: a) scansione del procedimento autorizzatorio e della relativa procedura di aggiornamento dei documenti pubblicati; b) coordinamento del procedimento di autorizzazione con la procedura di notifica prevista dall'art. 43, t.u.f., oltre che con la procedura di approvazione dei prospetti prevista dall'art. 94, t.u.f. Sono state quindi contemplate le possibili combinazioni dell'operatività dei gestori in relazione all'offerta agli investitori *retail* dei propri FIA. Pertanto, sono state previste apposite disposizioni volte a disciplinare: (i) il caso in cui i FIA vengano commercializzati prima ai sensi dell'art. 43 nei confronti di investitori istituzionali e solo successivamente l'offerta venga estesa agli investitori *retail* ai sensi dell'art. 44; (ii) il caso in cui i FIA vengano offerti sin dall'inizio a tutte le categorie di potenziali investitori, a prescindere dalla categoria *retail* o professionale.

agli investitori *retail* concernente l'offerta di FIA aperti (italiani e UE), si evidenzia che nell'apportare le necessarie modifiche alla normativa secondaria <sup>109</sup> al fine di consentire un pieno allineamento alla dir. AIFM, si è ritenuto di confermare la disciplina vigente che prevede l'obbligo di redigere il KIID e il prospetto completo, in modo da veicolare le informazioni elencate dall'AIFMD (ai sensi dell'art. 23) attraverso una documentazione di derivazione UCITS IV.

Diversamente, nel caso di commercializzazione di quote o azioni di FIA chiusi nei confronti degli investitori al dettaglio, agli stessi sarà ritenuta applicabile la disciplina sul prospetto d'offerta prevista dalla dir. 2003/71/CE e dal reg. delegato UE 809/2004. Conseguentemente, il prospetto e gli eventuali supplementi sono validi in Italia a condizione che si sia completata la relativa procedura di "passaportazione" prevista dalla dir. Prospetto.

## **6. Regole di condotta e conflitti di interesse: i meccanismi di presidio nella gestione collettiva**

La specificità e le peculiarità inerenti alla gestione collettiva del risparmio sono state chiaramente tenute presente dal legislatore quando, nel Testo Unico della finanza, ha previsto precise regole di condotta e disciplinato l'esercizio del diritto di voto, nell'interesse dei clienti (art. 35-*decies*, t.u.f.) a carico delle Sgr, delle Sicav e delle Sicaf che gestiscono i propri patrimoni.

Le regole di comportamento riguardanti i fondi comuni ricalcano i criteri generali previsti per gli intermediari abilitati, nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento (art. 21 t.u.f.)<sup>110</sup>.

Il t.u.f. enuncia, innanzi tutto, il principio generale per cui le società di gestione devono operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato, organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti d'interesse, anche tra i patrimoni gestiti e assicurare, in situazioni di conflitto, comunque un equo trattamento degli Oicr, adottare misure idonee a salvaguardare i

---

<sup>109</sup> Cfr. le modifiche apportate al Regolamento Emittenti che recepiscono gli esiti della consultazione.

<sup>110</sup> LENER R. - LUCANTONI P., *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 375 ss.; TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, II; LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 239 ss.

diritti dei partecipanti ai fondi, disporre di adeguate procedure e risorse idonee ad garantire l'efficiente svolgimento dei servizi e, infine, assicurare la parità di trattamento di tutti i partecipanti al fondo.

Ferma restando la peculiarità della gestione collettiva rispetto ai servizi di investimento, può dirsi che la previsione di uniformi clausole generali sia sintomatica di una inderogabile esigenza di conformare la condotta degli operatori a canoni di correttezza nei rapporti con gli investitori.

La disciplina di rango primario è integrata dalle norme regolamentari “di dettaglio”, dettate dalla Consob per dare corretta applicazione ai principi generali sanciti dalla legge.

In particolare, nel regolamento intermediari<sup>111</sup> sono riproposte, anche per la gestione collettiva del risparmio, le regole tracciate dalla direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) per i servizi di investimento, sebbene né il servizio di gestione collettiva, né il “fondo comune di investimento” rientrino nell'ambito di applicazione diretta dell'atto normativo comunitario<sup>112</sup>.

Più precisamente, l'art. 65 reg. intermediari impone alle società di gestione del risparmio *a)* di operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità dei mercati, *b)* di assicurare che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR, come indicati nel prospetto informativo o nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR, *c)* di acquisire una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito e delle condizioni di liquidabilità degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito, anche sulla base di sistemi di valutazione corretti e trasparenti.

Mutuando le ulteriori regole di condotta previste dalla succitata normativa secondaria per la disciplina dei servizi di investimento e rinviando a quanto disposto dal

---

<sup>111</sup> Adottato con delibera Consob n. 16190 del 29 dicembre 2007 e successivamente modificato.

<sup>112</sup> La *ratio* dell'esclusione è individuata nel 15° *considerando* della direttiva 2004/39/CE, ove si legge che: “È necessario escludere dall'ambito di applicazione della presente direttiva gli organismi di investimento collettivo e i fondi pensione, siano essi coordinati o no a livello comunitario, nonché i depositari e dirigenti di tali organismi, in quanto essi sono soggetti ad una normativa specifica adeguata alle loro attività”.

regolamento (UE) delegato (ue) n. 231/2013<sup>113</sup> si impone alle SGR di ottemperare al dovere di *best execution* nel servizio di esecuzione degli ordini per conto degli OICR, adottando tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo ai medesimi fattori contemplati dal reg. intermediari in materia di servizi di investimento (prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione)

In tal caso, l'inclusione tra i fattori rilevanti per la migliore esecuzione “degli obiettivi, la politica di investimento e i rischi specifici dell'OICR, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR” mostra l'attenzione da parte della disciplina comunitaria per la specificità della gestione in *pooling*.

Anche in tema di gestione degli ordini di OICR, è evidente l'obiettivo di realizzare una più efficace tutela dell'interesse del cliente, secondo l'impostazione del regolamento comunitario n. 231/2013 al quale la disciplina regolamentare puntualmente rinvia, applicando i corrispondenti principi stabiliti in tema di servizi di investimento (divieto di *front running*, trattazione rapida, esecuzione ed assegnazione tempestive e accurate)

Seguendo lo stesso schema logico e muovendosi secondo le direttrici tracciate dalle fonti comunitarie, il reg. intermediari adatta alla gestione collettiva, riproducendone la formulazione, le regole previste per il servizio di investimento di trasmissione di ordini, di incentivi (*inducemnets*)<sup>114</sup> e di distribuzione di strumenti finanziari, tenendo presente le peculiarità della commercializzazione di quote o azioni di OICR.

Per quanto concerne i conflitti di interessi, il reg. congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007<sup>115</sup> ne riformula la disciplina per adattarla alle peculiarità della gestione collettiva.

In tale contesto, nonostante l'esistenza di un soggetto terzo quale depositario *forte*, i principi che regolano il conflitto di interessi nella gestione collettiva collimano, sostanzialmente, con quelli posti a presidio dei servizi di investimento, tenendo a mente che il divieto di svolgere attività diverse dalla gestione collettiva e individuale, dalla

---

<sup>113</sup> Regolamento (UE) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFM) del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

<sup>114</sup> Sulla disciplina degli *inducements*, cfr. FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, II, 136 ss.

<sup>115</sup> Così come modificato, da ultimo, con delibera del 19 gennaio 2015 da parte delle Autorità di vigilanza.

gestione e istituzione di fondi pensione (con l'eccezione delle attività connesse o strumentali), riduce *in nuce* il rischio di conflitti di interessi connesso all'esercizio di ulteriori attività (rischio da polifunzionalità).

Se, infatti, nella gestione individuale vi è possibilità di un flusso continuo di informazioni fra cliente e gestore – come, e più che negli altri servizi di investimento – sì che vi è la continua possibilità di richiedere autorizzazioni per operazioni in conflitto, sia *ex ante* in modo generico sia con specifico riferimento a singoli investimenti, tutto ciò non può darsi nella gestione in monte, ove non si ha “dialogo” fra gestore e gestito. Come ben noto, nella gestione collettiva sono adottati meccanismi alternativi di *eterotutela*, consistendo le uniche misure di *autotutela* del cliente nella verifica dei rendiconti di gestione e nel diritto di recesso *ad nutum* dal contratto<sup>116</sup>. In teoria i rischi di conflitto appaiono per ciò maggiori, potendo il cliente solo valutarli *ex ante* una volta per tutte al momento dell'investimento, alla luce del regolamento di gestione e/o del prospetto informativo. Il legislatore è stato, quindi, chiamato a introdurre misure specifiche di gestione del conflitto, vietando la *polifunzionalità*, imponendo limiti agli investimenti e il ricorso a un depositario-controllore, necessariamente esecutore delle operazioni di investimento/disinvestimento disposte dalla società di gestione. Misure queste, è bene ricordarlo, in larga parte *non imposte* dalla disciplina comunitaria, sul punto certamente meno “avanzata” della disciplina nazionale. In primo luogo il t.u.f., introducendo nel nostro ordinamento le società di gestione del risparmio, figura di intermediario abilitato alla gestione su base individuale e alla gestione collettiva, ha inibito loro, come già precisato, lo svolgimento di attività diverse dalla gestione (collettiva, individuale, di fondi pensione), con eccezione delle sole attività connesse o strumentali, del servizio di consulenza e prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini solo, tuttavia, qualora le Sgr siano altresì autorizzate a prestare il servizio di gestione di Fia. Una simile soluzione, frutto di una pluriennale riflessione sulla delegabilità del servizio di gestione e sulla “concentrabilità” dell'attività gestoria in capo ad un solo soggetto<sup>117</sup>, non ha precedenti in Europa, non tanto per l'accentramento in capo a un unico intermediario di entrambi i servizi di gestione di patrimoni per conto di terzi, ma proprio per la scelta di vietare alla Sgr, a fronte della possibilità di gestire patrimoni in forma individuale e collettiva, di esercitare molteplici servizi di investimento. La scelta legislativa, tagliando in radice il rischio di conflitti da

---

<sup>116</sup> In questo senso LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit.

<sup>117</sup> Cfr. ENRIQUES L.- VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, cit., 343-394.

polifunzionalità, ha semplificato anche la regolamentazione secondaria, consentendo di circoscriverla ai soli problemi effettivi di conflitto, contribuendo alla trasparenza e all'efficienza del mercato<sup>118</sup>. In punto di prevenzione dei conflitti di interesse va altresì notato come il legislatore, là dove ha consentito alle Sgr di gestire patrimoni sia in forma individuale sia in forma collettiva, e poi tanto fondi comuni di propria quanto di altrui istituzione, in caso di Sgr “subentrata nella gestione” (art. 36, 1° co., t.u.f.), nonchè patrimoni di Sicav, a queste ultime società non ha voluto consentire di gestire in forma individuale, nè di gestire fondi comuni istituiti da altri o patrimoni di altre Sicav<sup>119</sup>. La ragione va rinvenuta in ciò, che nelle Sicav non è possibile distinguere, da un punto di vista formale, fra socio “gestore” e socio “cliente”, sì che ove la Sicav svolgesse anche servizi per conto di terzi diversi dai soci, considerati globalmente (anche per conto di soci *uti singuli*, come ad esempio una gestione di portafoglio individuale), ne conseguirebbe che i sottoscrittori necessariamente parteciperebbero anche al rischio di impresa derivante dalla gestione per conto terzi e si amplierebbe a dismisura il rischio di conflitti di interesse.

In punto di prevenzione dei conflitti di interesse si evidenzia come anche nella gestione collettiva il modello di riferimento è rappresentato dalle regole di condotta elaborate in materia di servizi di investimento. In tale contesto, ove il conflitto non può essere affrontato ricorrendo al meccanismo della *disclosure*<sup>120</sup>, l'elemento organizzativo assurge a requisito primario e indefettibile per le società di gestione, dovendo queste organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse, formulare per iscritto e applicare in via continuativa un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi e gestirli tramite idonee misure organizzative previa identificazione degli stessi.

La tendenza a ritenere insufficiente il presidio informativo comporta che il principio dell'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti debba essere assicurato mediante il ricorso a procedure interne che, sottoponendo agli organi aziendali competenti, ai fini dell'adozione delle deliberazioni necessarie, il rischio di conflitto di interessi non gestibile, risalta l'importanza rivestita dal rapporto tra gestione e *corporate*

---

<sup>118</sup>. Così LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., 431 ss.

<sup>119</sup> Su questi aspetti v. PASQUARIELLO F., *Le deleghe di gestione nelle Sicav tra codice civile e legge speciale*, in *Contratto e impresa*, 2002, 1103 ss.

<sup>120</sup> Cfr. ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005, 301 ss.

*governance*<sup>121</sup>. A tal fine, per il tramite del rinvio al reg. n. 231/2013 ad opera del t.u.f., le Sgr devono, altresì, prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto.

Per quanto riguarda l'esercizio del diritto di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti, la normativa primaria ne stabilisce i principi generali e la titolarità.

Quale forma di gestione collettiva del risparmio, nei fondi comuni, come già detto, si rinviene l'assenza di un potere decisionale sulle scelte di investimento da parte dell'investitore, nonché la mancanza della "titolarità" degli strumenti nei quali il gestore investe.

Ciò posto, stante l'impersonalità della gestione, la società — non i partecipanti — diviene intestataria dei beni nei quali sono investite le risorse del fondo e le operazioni in cui si concretizza l'attività di gestione sono compiute dalla Sgr in nome proprio.

Diversamente dalla gestione di portafogli c.d. individuale, dove il diritto di intervento e di voto spetta al cliente, il quale è altresì titolare degli strumenti finanziari individualmente gestiti<sup>122</sup>, l'esercizio del voto inerente agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi comuni di investimento è attribuito, dunque, a un soggetto diverso da quello nel cui interesse il voto deve essere esercitato<sup>123</sup>. A tal fine, se fra i beni vi sono strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto, la società di gestione assume lo *status* di socio affinché provveda, secondo la legge, all'esercizio del diritto nell'interesse dei partecipanti.

La disciplina dell'esercizio del diritto di voto comporta la (almeno teorica) possibilità che le società di gestione del risparmio svolgano una funzione di supervisione sul funzionamento interno delle società partecipate, assumendo il ruolo di minoranze «consapevoli» e «attive» e di centro esponentiale degli interessi dell'azionariato diffuso, secondo un modello noto all'esperienza giuridica di *common law*, soprattutto statunitense.

---

<sup>121</sup> V. art. 37, regolamento Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007.

<sup>122</sup> L'art. 24, co. 1, lett. c), ammette la possibilità che "la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa di investimento, alla banca o alla società di gestione del risparmio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

<sup>123</sup> Per un approfondimento sul diritto di voto relativo a strumenti finanziari gestiti – individualmente e collettivamente– si rinvia a STELLA RICHTER M. JR, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti, I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, 780 ss.

Vincolando le Sgr a tenere presente l'interesse di coloro che investono nei patrimoni gestiti e non quello dei soci della Sgr, mediante adeguati meccanismi informativi e pubblicitari della strategia che i gestori devono adottare al fine di assicurare che l'*eventuale* esercizio di tali diritti si ispiri all'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR, la legge non obbliga la società ad esercitare a tutti i costi il diritto di voto. Interpretando il dato testuale dell'art. 35-*decies*, co. 1, lett. *e*, t.u.f., alla luce del ruolo di gestore di interessi altrui rivestito dalla società di gestione<sup>124</sup>, l'opzione di una gestione passiva dell'esercizio dei diritti di voto potrebbe meglio perseguire, in taluni casi, tale finalità senza che ciò comporti, tuttavia, una preventiva rinuncia all'esercizio attivo dei diritti corporativi che frustrerebbe, *ab origine*, il principio appena espresso<sup>125</sup>.

Il principio di fondo per cui l'esercizio del diritto di intervento e voto sia *eventuale* e non sempre e comunque espresso, sembra evincibile anche dalla disciplina comunitaria a cui il regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob rinvia quanto dalle previsioni autoregolamentari elaborate dalla industria italiana del risparmio gestito<sup>126</sup>).

In conclusione, il perseguimento dell'interesse dei partecipanti non è vincolato da un esercizio obbligatorio e sistematico del diritto di voto, ma qualora venga esercitato assurge a una *funzione* e non a una *prerogativa* della società di gestione, che dovrà informarsi alle regole che tutelano l'investitore<sup>127</sup>.

---

<sup>124</sup> L'art. 40, co. 2, t.u.f., testualmente prevede che la società di gestione «provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge».

<sup>125</sup> Ma cfr. LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 2009, p. 197; VELLA F., «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca Impresa Società*, 1998, p. 378. In generale, sull'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali cfr. COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 321 ss.

<sup>126</sup> In particolare, cfr. l'art. 37 "Strategie per l'esercizio dei diritti di voto" del reg. n. 231/2013 a cui l'art. 34 del reg. congiunto Banca d'Italia – Consob rinvia e ai sensi del quale: "Il GEFIA elabora strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto (...)" . In tal caso, rimettendo al gestore la valutazione del momento ("quando") in cui esercitare il voto, sembra volersi enfatizzare l'assenza del relativo obbligo . Si veda, altresì, l'art. 9.3, Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interesse della Assogestioni ai sensi del quale «al voto espresso dalla società di gestione deve essere data la massima trasparenza» e «Dei comportamenti tenuti in assemblea, in relazione alla loro rilevanza, viene informata la clientela nella relazione al rendiconto annuale o in altra forma».

<sup>127</sup> Il principio è espresso, in ambito comunitario, nella risalente Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo del 21 maggio 2003, «Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire».



## **7. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse**

In generale, va opportunamente evidenziato che il sintagma “conflitto di interessi” presuppone un potere di gestione attribuito a un soggetto tenuto a perseguire un interesse non proprio ma che viene, tuttavia, utilizzato per il perseguimento di fini diversi da quelli per la cui soddisfazione esso è attribuito. Così, come in ogni rapporto fiduciario, in quello intercorrente tra il soggetto (*principal*) che affida a un altro soggetto (*agent*) un potere di gestione caratterizzato da un certo margine di discrezionalità, si annida l'occasione di comportamenti opportunistici da parte del primo soggetto. Nello specifico, anche il rapporto tra la SGR e i partecipanti al fondo è qualificabile in termini di *agency* considerando che l'ampiezza del mandato e la discrezionalità del potere di gestione conferito – funzionale a una migliore efficienza della gestione in monte – comporta che i sottoscrittori dei fondi non sono in grado di sindacare le scelte del gestore e controllare che, effettivamente, il gestore agisca per la realizzazione dell'interesse degli investitori e non a discapito degli stessi. È evidente, dunque, che in siffatto contesto è certamente necessario che l'ordinamento giuridico contempli meccanismi adeguati che riescano a disincentivare il comportamento opportunistico di chi, investito della cura dell'interesse di un altro soggetto, è tentato di abusare del potere che per tale cura gli viene riconosciuto.

Sul punto, si è visto come il legislatore nazionale, nel tener conto della specificità della gestione collettiva, abbia optato per una soluzione articolata su un “doppio binario” che prevede, da un lato, norme che impongono ai gestori prescrizioni relative agli aspetti organizzativi nonché di *governance*, dall'altro, quelle che impongono alle SGR regole di condotta nel rapporto con i sottoscrittori delle quote dei fondi da queste gestiti integrando, a ben vedere, la disciplina del rapporto contrattuale con quella dell'organizzazione di impresa.

Ciò premesso, è da rilevare che, invero, nei “fenomeni” di gestioni collettive il “presidio” più importante e fondamentale contro gli abusi che il gestore potrebbe compiere è dato dall'esistenza di un depositario *forte* nonché dalla separazione del patrimonio del fondo di investimento dal patrimonio della società di gestione. .

Come già evidenziato, il ruolo del depositario, quale soggetto che è istituzionalmente parte dello schema organizzativo del fondo comune<sup>128</sup>, deriva dall'esigenza di

---

<sup>128</sup> Circa il carattere triadico del sistema dei fondi comuni, v. SCIOTTI A., *Commento* sub art. 38, cit., 301.

preservare l'integrità delle risorse del fondo attraverso la separatezza tra il soggetto che lo gestisce e quello che materialmente dispone dei suoi beni<sup>129</sup>. La custodia non solo garantisce sul piano concreto l'autonomia patrimoniale del fondo ma rappresenta inoltre l'indefettibile presupposto dell'attività di controllo svolta dal depositario in merito alla rispondenza della gestione agli obiettivi dichiarati nel regolamento del fondo, sicché essa assicura che la Sgr, da un lato, non possa materialmente detenere i beni del fondo e, dall'altro, non possa farli uscire dal patrimonio del fondo senza la cooperazione, attiva o passiva a seconda dei casi, del depositario<sup>130</sup>. Da ciò deriva che la presenza di un depositario *forte* costituisce un presidio indefettibile contro i conflitti di interesse nelle gestioni collettive, essendo questi l'unico soggetto abilitato a disporre del patrimonio del fondo, sia pure dietro indicazione della società di gestione. Sul punto, si evidenzia che è proprio il depositario a garantire il rispetto, nel corso dell'attività di gestione, dei limiti e dei criteri di gestione del conflitto introdotti *ex ante*<sup>131</sup> nonché della liceità delle operazioni.

Al riguardo, va notato che il legislatore del Testo unico ha elevato a principio generale la regola della separazione patrimoniale, impiegando la formulazione prevista per i fondi comuni, all'art. 36, co. 4, per il quale «ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società (...)», anche con riguardo ai servizi e alle attività di investimento, sì che l'art. 22 afferma che gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti costituiscono in ogni caso *patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti*. Tuttavia, le due norme sortiscono, a ben vedere, conseguenze non del tutto

---

<sup>129</sup> SODA A. P., *Commento sub art. 36*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., 297. Cfr. altresì ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impresa e Società*, 1995, 290-291; l'Autore sottolinea come la funzione della banca depositaria è non solo quella di arginare il pericolo che il gestore si appropri dei risparmi dei partecipanti, ma anche di rendere esteriormente riconoscibile la separazione del fondo comune, e dunque dei risparmi degli investitori, dal patrimonio dell'intermediario, in modo tale da evitare che, in sede di concorso, risulti in fatto inapplicabile la regola che tale separazione sancisce.

<sup>130</sup> Sul punto, v. COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, 616-617. Si v. ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, cit., 292-293, il quale rileva come il controllo della banca depositaria sugli atti di gestione era tutto sommato blando durante la vigenza della legge 77 del 1983, mentre il ruolo di *watchdog* è diventato assai più pervasivo con il recepimento delle direttive comunitarie.

<sup>131</sup> Così LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., 431 ss.

identiche . Infatti, soltanto nella disciplina degli organismi di investimento collettivo la *separazione* dei patrimoni ha per corollario l'affidamento del patrimonio distinto a un depositario *terzo*, sul quale – da un lato – si appuntano obblighi di controllo della liceità delle operazioni disposte sul patrimonio stesso, anche alla luce delle norme di gestione dei conflitti e – dall'altro – ha non solo la detenzione del patrimonio, ma è anche l'unico soggetto abilitato a disporne, sia pur su indicazione della società di gestione. Diversamente, per i servizi di investimento sia la distinzione di patrimoni sia l'eventuale presenza di un depositario non possono costituire presidio “forte” degli interessi del cliente<sup>132</sup>. Ne è un esempio l'art. 22, t.u.f. là dove, al 3° comma, consente alle imprese di investimento nonché agli altri gestori di “utilizzare” «nell'interesse proprio o di terzi» gli strumenti finanziari dei clienti detenuti a qualsiasi titolo, previa dichiarazione di consenso scritto del cliente<sup>133</sup>. Al contrario, solo nelle gestioni collettive il depositario, agendo in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti all'Oicr, può assicurare la prevenzione dei potenziali conflitti di interesse, senza bisogno di dover aspettare la verifica *ex post*, spesso tardiva, dell'autorità giudiziaria o dell'autorità amministrativa. Ciò detto, è condivisibile l'opinione di chi afferma che la *gestione del conflitto* è qui assai più agevole ed efficace di quanto non lo sia nelle gestioni individuali, con la conseguenza che nell'attuale ordinamento funzionano meglio le misure di *eterotutela* rispetto alle misure di *autotutela*.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> Cfr. GAGGERO P., *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, 427 ss.

<sup>133</sup> Questa dichiarazione può rappresentare, invero, una «clausola di stile» dei contratti relativi alla prestazione di servizi e attività d'investimento, soprattutto nelle ipotesi di moduli o formulari contrattuali predisposti unilateralmente dall'intermediario. Cfr. COSTI R. - ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, cit., spec. 356.

<sup>134</sup> Cfr. SEPE ., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 207.

## CAPITOLO SECONDO

### IL “PROBLEMA” DEL REGIME GIURIDICO DEI FONDI

*Sommario: 1. Introduzione. – 2. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva del diritto di proprietà. – 2.1. La teoria della comunione. – 2.2. La teoria della scissione della titolarità. – 2.3. La teoria della soggettività giuridica del fondo. 3. Insufficienza degli schemi dominicali nella gestione collettiva del risparmio. – 4. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva della separazione patrimoniale e quale “oggetto” di diritto.*

#### **1. Introduzione**

L’individuazione della natura giuridica dei fondi comuni d’investimento – in cui si raccolgono e vengono unitariamente gestiti (“in monte”) apporti economici provenienti da una pluralità di investitori, ciascuno dei quali è titolare di una quota di partecipazione – non è del tutto agevole. Il ricorso alla specializzazione della garanzia patrimoniale, a partire dai primi anni Ottanta, ha posto il *problema* della ricostruzione della condizione giuridica dei fondi comuni di investimento su cui il legislatore, con la legge 77/1983 istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti e poi, man mano, con altre disposizioni volte a prevedere anche i fondi chiusi e quelli d’investimento immobiliare, non ha preso alcuna posizione espressa sul piano della titolarità, lasciando al giurista il relativo compito. Anche la dottrina (in tempi non recenti) ha manifestato nel tempo opinioni alquanto diverse; né la giurisprudenza ha avuto molte occasioni, in passato, di pronunciarsi espressamente sul punto.

Sul tema, l’odierna giurisprudenza ha dimostrato particolare attenzione, (ri)accendendo il dibattito sulle problematiche inerenti alla natura dei fondi comuni di investimento e alla posizione giuridica soggettiva della Sgr e dei partecipanti, domandandosi se sia possibile configurare una autonoma soggettività giuridica dei medesimi o se questi costituiscano, al contrario, “nient’altro” che patrimoni separati della società che li ha istituiti.

La suddetta questione emerge, in particolare, dal riconoscimento di come, anche in assenza della formale attribuzione della personalità giuridica, un ente possa essere considerato centro d’imputazione di rapporti giuridici e, per ciò stesso, titolare di

obblighi e diritti, come nel caso delle associazioni non riconosciute o delle società di persone.

Centrale, al riguardo, è l'interpretazione del concetto di "autonomia" – non riscontrato né dalla prevalente giurisprudenza né da autorevole dottrina in capo ai fondi comuni di investimento – e di "patrimonio separato".

Una conclusione generalmente condivisa è che l'insistenza del legislatore nel sottolineare l'autonomia del fondo comune di investimento<sup>135</sup> è frutto della preoccupazione di assicurare una tutela *forte* agli interessi degli investitori, evitando il rischio di vedere intaccato il patrimonio del fondo da possibili azioni di terzi.

Pur nella diversità di vedute circa il fondamento teorico della natura del fondo, l'esigenza di evitare la confusione dei patrimoni e degli interessi tra società di gestione e beneficiari del fondo non sembra, tuttavia, presupporre necessariamente la creazione di un nuovo soggetto di diritto. A tal fine, si è rilevato che nessuna espressa indicazione è data in merito alla titolarità dei beni facenti parte del patrimonio del fondo e che il concetto di autonomia, così insistentemente e volutamente sottolineato, da solo non può essere indizio della sussistenza di una soggettività giuridica del fondo di investimento.

Come evidenziato, prima dell'introduzione della normativa in tema di fondi di investimento era sorto in dottrina un vivace dibattito sulla natura di tali fondi e sulla titolarità dei beni inerenti agli stessi<sup>136</sup>. Tuttavia, in seguito all'introduzione della disciplina compiuta in tema di organismi di investimento collettivo del risparmio, gli osservatori sono stati concordi nel ritenere che tale disputa fosse divenuta meramente speculativa, considerando esaustiva la disciplina di legge e, di conseguenza, inutile una definizione in termini dogmatici<sup>137</sup>. Per ciò che interessa in tale sede, giova anzitutto richiamare l'art. 1, co. 1, lett. j, t.u.f., che definisce il fondo come "l'Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito in monte", e l'art. 36, co. 4, t.u.f., che ribadisce l'autonomia del patrimonio del fondo e la sua distinzione "a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società",

---

<sup>135</sup> V. art. 1, co. 1, lett. j e art. 36, co. 4, t.u.f.

<sup>136</sup> Cfr. LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1050 ss; LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni di investimento*, in *Foro it.*, 1985, V, c. 177; FERRI G. jr., *Patrimonio e gestione - Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 25 ss.

<sup>137</sup> V. COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, cit., 437 ss.; NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, cit., 344.; MIOLA M., *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit.; TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit., 3.

specificando che su detto patrimonio “non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell’interesse della stessa”, mentre ai creditori dei singoli partecipanti è consentito rivalersi solo sulle quote di partecipazione dei medesimi.

Ciò nonostante, la recente giurisprudenza<sup>138</sup>, affrontando vicende processuali la cui soluzione non poteva derivare pacificamente da previsioni normative, si è cimentata nuovamente nel problematico tema della qualificazione della natura giuridica del fondo. Delineando sinteticamente le questioni affrontate, si può evidenziare come si sia escluso che sia configurabile in capo al fondo comune di investimento un’autonoma soggettività giuridica, ravvisando, al contrario, nello stesso un patrimonio separato della società di gestione che lo ha istituito, proponendo il riferimento ai patrimoni destinati di cui agli artt. 2447 *bis* e ss. c.c.

La ricostruzione operata dalla giurisprudenza – sulla base di una esegesi letterale della legge<sup>139</sup> e sul concetto di autonomia<sup>140</sup> – e l’accostamento dell’istituto dei fondi comuni di investimento ad altre forme di separazione rinvenibili nella legislazione non sembra, in ogni caso, consentire di ricondurre propriamente la situazione giuridica dei beni del fondo a una fattispecie tipica prevista dal nostro ordinamento. Con riferimento ai fondi comuni di investimento trasparente, infatti, secondo la giurisprudenza, la scissione tra una “titolarità formale” dei beni, posta in capo alla società di gestione del risparmio, e una “titolarità sostanziale” attribuita, invece, ai partecipanti al fondo. Tale configurazione è, al contrario, estranea alla separazione che si realizza mediante il ricorso all’istituto dei patrimoni destinati o ad altre forme di separazione, dove non si riscontra alcuna distinzione tra titolarità formale e sostanziale dei beni, i quali permangono nell’effettiva titolarità del soggetto dal quale il patrimonio promana.

Muovendo dal dato normativo, si sono poi sviluppati in dottrina diversi orientamenti in merito alla qualificazione giuridica dei fondi comuni di investimento (soprattutto di tipo

---

<sup>138</sup> Cass. civ., 15.07.2010, n. 16605, in *Foro it.*, 2011, I, 1853.

<sup>139</sup> Cass. civ., 15.07.2010, n. 16605, ove si legge che: “*Nell’uso dei termini “autonomia”, “distinzione” o “separazione”, riferiti al patrimonio del fondo comune, il legislatore non pare invero aver prestato molta attenzione alle diverse sfumature di significato che quei termini possono assumere, onde non sembra azzardato affermare che quei termini siano stati adoperati come equivalenti*”.

<sup>140</sup> Secondo il ragionamento sviluppato dai giudici di piazza Cavour, infatti, “*se per autonomia s’intende il potere di un soggetto di autodeterminare – almeno parzialmente, ma in modo significativo – le proprie scelte e le linee guida del proprio agire, è di immediata evidenza che i fondi comuni ne sono quasi del tutto privi (...)ma ciò che rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune alla stregua di un autonomo soggetto di diritto è l’assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone*”.

immobiliare) e alla relazione intercorrente tra gli stessi e la Sgr. In particolare, anteriormente al recente arresto della Suprema Corte<sup>141</sup>, si sono nel tempo sviluppate due tesi principali, a seconda che si ritenesse di poter riconoscere piena soggettività giuridica ai fondi comuni<sup>142</sup>, ovvero solo l'autonomia patrimoniale (perfetta), con ogni conseguenza sulla disciplina applicabile.

## **2. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva del diritto di proprietà**

La problematica relativa alla natura giuridica del fondo comune di investimento e, più in generale, alla ricostruzione sistematica complessiva del fenomeno disciplinato dapprima dalla l. 77/1983 e poi dal Testo Unico, è stata colta dagli interpreti come un'occasione di rivisitazione (o perfino di rielaborazione) di istituti tradizionali e di verifica di concetti e terminologie poco familiari, quantomeno per la tradizione giuridica continentale: ci si riferisce, da un lato, agli istituti del patrimonio autonomo e al tema a questo strettamente connesso del soggetto giuridico e, dall'altro, alle figure del *trust*, della proprietà fiduciaria, nei suoi rapporti con il fenomeno, anch'esso dibattuto, del negozio fiduciario e della proprietà-funzione.

In effetti, la giurisprudenza che (di recente) ha sostenuto la mancanza di soggettività giuridica del fondo, lo ha fatto sulla base dell'asserita distinzione tra "titolarità formale" dei beni del fondo, in capo alla Sgr, e "proprietà sostanziale" a vantaggio dei partecipanti.

In tal modo, appare evidente il richiamo all'istituto della proprietà fiduciaria, la cui collocazione nel nostro ordinamento giuridico è tutt'altro che pacifica.

Parimenti, impiegando il termine "titolarità", la giurisprudenza mostra di ricondurre i termini del "problema" a una logica imperniata sul diritto di proprietà, non pacificamente ascrivibile alla struttura dei fondi comuni di investimento.

Ciò premesso, il dibattito dottrinale e giurisprudenziale sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento si impernia, dapprima, quale *prius* logico e giuridico, sul ruolo e sulla valenza –funzionale e sistematica – del concetto di "autonomia" e l'alternativa tra la qualificazione giuridica del fondo quale "soggetto o oggetto di diritto".

---

<sup>141</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio n. 16605, cit.

<sup>142</sup> Per un inquadramento delle varie teorie, cfr. BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012, 1249 ss.

Peraltro, la portata giuridica non precisamente individuabile nel nostro ordinamento del nucleo concettuale di “autonomia patrimoniale” – frutto di una elaborazione dottrinale, nel silenzio della legge – e la difficoltà di individuare una categoria generale di separazione patrimoniale a cui ricondurre fattispecie diverse ha portato, sovente, gli interpreti a elaborare tesi che, seppur diverse, finiscono comunque per ascrivere la relazione partecipanti-Sgr nonché il fondo a una costruzione ontologica che esprime non altro che lo schema del diritto di proprietà.

La comune premessa “metodologica”, dunque, è che non vi è patrimonio senza titolare e una proprietà senza soggetto, inferendo una relazione imprescindibile soggetto-diritto soggettivo, con la conseguente impossibilità di ipotizzare un patrimonio “adespota”.

In tale contesto, tributando la teoria soggettivistica del patrimonio e la necessaria unitarietà del legame patrimonio-soggetto<sup>143</sup>, la dinamica dei rapporti tra proprietà e patrimonio si presta ad essere indagata secondo coordinate che si rifanno alle due dimensioni dell'appartenenza e della destinazione ovvero della separazione, l'una di natura soggettiva e l'altra di natura oggettiva: il modo in cui l'appartenenza si combina con la logica della destinazione e della separazione patrimoniale può condizionare, a ben vedere, la ricostruzione dei rapporti tra titolarità e regime giuridico dei beni.

Il disallineamento tra la proprietà del bene e la titolarità delle funzioni gestorie in capo alla Sgr incontra pertanto un limite nella necessità di dar vita a un assetto efficace ed efficiente che sia al contempo adeguato agli schemi dominicali giuridicamente propri del diritto interno e alle dinamiche proprie della gestione collettiva del risparmio ponendo, così, il problema dell'ammissibilità di uno sdoppiamento tra proprietà sostanziale e proprietà formale e, a monte, quello del legame giuridico tra soggetto e bene<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> V. *Infra*

<sup>144</sup> Cfr. GROSSI P., *Trasformazioni dominicali*, in U. Mattei - E. Reviglio - S. Rodotà (a cura di), *Invertire la rotta. Idee per una riforma della proprietà pubblica*, Bologna, 2007, 97 ss. Lo stesso Autore, nel saggio intitolato «La proprietà e le proprietà nell'officina dello storico», evidenziava del resto come «la proprietà è sicuramente anche un problema tecnico ma non è mai soltanto, nel suo continuo annodarsi con tutto il resto, un problema tecnico: dal di sotto, i grandi assetti delle strutture, dal di sopra, le grandi certezze antropologiche pongono sempre la proprietà al centro d'una società e d'una civiltà. La proprietà non consisterà mai in una regoletta tecnica ma in una risposta all'eterno problema del rapporto tra uomo e cose, della frizione tra mondo dei soggetti e mondo dei fenomeni» (p. 370). In altri termini la proprietà è prima di tutto “mentalità”, ossia complesso di valori circolanti in un determinato momento storico che, a ben vedere, influenza anche altri e diversi settori da quello oggetto della presente disamina. In particolare, si pensi al “problema” dato, nell'ambito della perequazione urbanistica e della espropriazione, dal rapporto tra i limiti alla proprietà previsti per assicurare la funzione sociale della stessa e il contenuto minimo del diritto di proprietà, ciò al fine di capire se, in nome della funzione sociale, siano legittime



Secondo la prima ricostruzione che si prospetta, tesa a spiegare la natura giuridica del fondo nella prospettiva del diritto di proprietà, l'idea della separazione tra titolarità del bene e titolarità dei poteri di gestione sul medesimo implica un rapporto organizzativo tra diversi soggetti, costituendo un'ulteriore riprova della natura variabile dell'istituto della proprietà, rievocativa della figura gianniniana della proprietà divisa in ragione di distinti interessi giuridicamente rilevanti e riferibili a diversi soggetti<sup>145</sup>.

Ad ogni buon conto, comune a tutte le ricostruzioni tese a ricondurre l'istituto dei fondi comune nello schema del diritto di proprietà, è l'idea della disarticolazione delle prerogative proprietarie e della divaricazione tra titolarità dei beni e titolarità di funzioni comunemente ricomprese nel diritto di proprietà ed esercitate dal *dominus*, la quale, in presenza dei vari interessi che generalmente insistono su di uno stesso bene e di cui sono portatori molteplici soggetti, pone rilevanti problematiche non solo definitorie ma soprattutto attinenti al coordinamento dei diversi soggetti coinvolti, risultando altresì essenziale prevenire una eventuale riduzione della tutela degli investitori.

Procedendo con un *excursus* delle (risalenti) tesi contrapposte riguardanti la natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la posizione giuridica soggettiva della Sgr e dei partecipanti, si evidenzia, tuttavia, come a fronte di un'impostazione della dottrina tradizionale e della giurisprudenza che si incentra soprattutto sull'aspetto strutturale dei soggetti di diritto coinvolti nella fattispecie, sulle correlative posizioni giuridiche soggettive e sulla titolarità dei beni del fondo, non si può trascurare un'altra (e più condivisibile) impostazione che, lungi dal tralasciare il sistema obiettivo costituito dalla disciplina normativa in tema di fondi comuni di investimento, attribuisce primaria importanza al profilo *funzionale* della realizzazione dell'interesse dei partecipanti, attuato, a ben vedere, (anche) mediante lo strumento della "separazione". Per tale via, il diritto positivo privilegia l'organizzazione e l'esercizio dell'attività di gestione dei fondi comuni di investimento e la disciplina della responsabilità e della garanzia patrimoniale<sup>146</sup>.

---

disposizioni che intaccano tale diritto. Sul punto, v. tra gli altri, URBANI P. –CIVITARESE MATTEUCCI S., *Diritto urbanistico*, Torino, 2010, 276; PALADIN L., *Gli odierni problemi della proprietà fondiaria nella prospettiva costituzionale*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, vol. II, Milano, 1988, 407; BIANCA C.M., *La proprietà*, in *Diritto Civile*, VI, Milano, 1999, 171.

<sup>145</sup> V. diffusamente, GIANNINI M.S., *I beni pubblici*, Roma, 1963.

<sup>146</sup> Per queste e altre considerazioni nonché per una distinzione tra "fiducia", incentrata sul profilo statico della titolarità, e "gestione", essenzialmente dinamica, cfr. FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 44 ss., 53 ss.

## 2.1. La teoria della comunione.

Una prima posizione, originariamente prevalente, ma poi divenuta minoritaria, era quella che riconduceva i fondi comuni di investimento nello schema della comunione e la relazione partecipante-Sgr-fondo ai modelli proprietari tipici, configurando il rapporto contrattuale che lega i partecipanti alla Sgr in termini di mandato senza rappresentanza.

In particolare, sulla premessa che la società di gestione provvede a gestire il fondo nell'interesse dei partecipanti, se ne inferisce che il patrimonio appartenga a questi ultimi.

Ne deriva l'assimilazione del fondo comune all'istituto civilistico della comunione, di cui agli articoli 1100 ss. c.c.<sup>147</sup> e la qualificazione dei partecipanti alla stregua di comproprietari *pro* quota dei beni del fondo, ciascuno secondo le quote corrispondenti alla somma di denaro conferita<sup>148</sup>.

Il riconoscimento della proprietà del patrimonio del fondo a una collettività di soggetti distinti dall'ente di gestione giustifica il fatto che tale patrimonio sia separato da quello della società gerente<sup>149</sup> e spiegherebbe, invero, perché la società di gestione assuma nei confronti degli investitori gli obblighi e la responsabilità del mandatario essendo, all'evidenza, nella facoltà dei comproprietari stipulare un contratto di mandato con la società avente ad oggetto l'attività di investimento e l'amministrazione del fondo non *uti dominus* bensì in loro nome e per loro conto.

La formulazione di tale teoria risente, indubbiamente, dell'idea di proprietà a cui è tradizionalmente legato il nostro ordinamento, come diritto di utilizzare i beni nell'interesse proprio e non nell'interesse altrui ma anche della legislazione francese sulle *sociétés d'investissement*, modificate dall'art. 1 del decreto francese 57 -1342 del 28 dicembre 1957 sui *fonds de placement*<sup>150</sup>, in cui si stabilisce che i fondi di investimento sono oggetto di proprietà da parte degli investitori. In particolare, la

---

<sup>147</sup> ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I, 178 ss.; LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 541 ss.; CORRADO R., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Studi in onore di P. Greco*, I, Padova 1965, 143 ss..

<sup>148</sup> CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1963, I, 383; FERRARA JR F. -CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino, 1985, 742.

<sup>149</sup> Sul punto, si vedano le riflessioni di LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, 142. Secondo l'Autore, abbandonata l'idea – con la legge istitutiva dei fondi mobiliari aperti – di dare assetto giuridico ai fondi nei termini di una comunione fra i partecipanti, «non vi sarebbe bisogno di dire che il fondo è patrimonio distinto da quelli di costoro».

<sup>150</sup> Sul punto, v. LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, 2, Milano, 2013, 62 ss.

disciplina francese prevede la costituzione di patrimoni autonomi ma non contempla un fondo dotato di personalità giuridica né, tanto meno, una società fra gli investitori, bensì un mero rapporto di comproprietà ove i partecipanti possono solo chiedere la liquidazione delle rispettive quote ma non lo scioglimento integrale del fondo, trattandosi di *propriété indivise*.

Questa tesi era condizionata, altresì, dalla visione dell'art. 2740 c.c. come norma derogabile solo in virtù di un'espressa disposizione legislativa. Ne derivava l'idea che la comunione tra i partecipanti fosse il solo strumento a impedire, in mancanza di apposita disciplina legislativa, la soggezione del fondo all'aggressione dei creditori della società di gestione, per cause diverse dalla stessa gestione<sup>151</sup>.

Tale costruzione, derivata, come poc'anzi evidenziato, dalla legislazione straniera, è stata vivacemente contestata quando è stata proposta come soluzione normativa, successivamente abbandonata<sup>152</sup> e mai più riproposta nei *verba* del legislatore dei fondi comuni di investimento. Tuttavia, pur non imposta dal testo della legge, la soluzione della comunione non può essere esclusa, secondo parte della dottrina, dal suo silenzio bensì solo adombrata dalla formula "patrimonio distinto"<sup>153</sup>. Al riguardo, si è detto che la comunione tra i partecipanti offre, da un punto di vista pratico, una soluzione equivalente a quella di una proprietà fiduciaria dell'ente gestore che attinge dalla tradizione della pandettistica tedesca<sup>154</sup>. L'impiego del concetto di proprietà fiduciaria, tuttavia, non evoca la (implicita) contrapposizione fra una "proprietà formale" in capo alla Sgr e una "proprietà effettiva" dei partecipanti, per il semplice fatto che, accedendo alla tesi della comunione, questi ultimi sono anche formalmente investiti della titolarità. Ne deriva che la formula della "proprietà fiduciaria" non deve essere soravvalutata<sup>155</sup> non indicando altro, dal punto di vista pratico, che il dovere (contrattuale) del gestore di curare gli interessi dei partecipanti al fondo. In tal caso, i concetti di proprietà-funzione o di proprietà-ufficio non ripropongono l'accostamento al

---

<sup>151</sup> Questa "idea" risale nella nostra dottrina ad ASCARELLI T., *L'investment trust*, cit., 178; nello stesso senso, LIBONATI B., *Holding e investment trust*, cit., 627 e CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1963, I, 399.

<sup>152</sup> L'art. 3 del disegno di legge governativo del 1969 stabiliva che «il fondo è patrimonio comune dei partecipanti» e che «i diritti e gli obblighi relativi alla comunione fra i partecipanti sono disciplinati dalla presente legge e dal regolamento del fondo». Sul punto, cfr. VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1197.

<sup>153</sup> Così, LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 188.

<sup>154</sup> Cfr. JAEGER P., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in Geraci e P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 12.

<sup>155</sup> LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 189.

negozio fiduciario, non essendovi, invero, trasferimento di beni (diversi dal denaro) dai partecipanti alla società per fini di gestione né si ravvisa un patrimonio oggettivamente destinato a uno scopo<sup>156</sup>. Ciò nonostante, questa tesi è stata aspramente criticata anche dalla più autorevole dottrina<sup>157</sup>, sulla considerazione che la configurazione del fondo in termini di comunione dei partecipanti mal si adatta, dal punto di vista giuridico, alla disciplina civilistica che regola la materia e, dal punto di vista funzionale, alle diversità strutturali che caratterizzano i due istituti, risultando insufficiente ai fini della descrizione e regolamentazione dell'istituto.

In primo luogo, non si può non evidenziare la diversità dello scopo economico-pratico che soggiace alla disciplina dei fondi comuni di investimento rispetto a quello tradizionale della comunione.

In particolare, mentre nella comunione i singoli soggetti mettono in comune beni al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano naturalmente, a prescindere dall'esercizio di un'attività (mero godimento della *res communis*), diversamente, nel caso dei fondi comuni di investimento, i beni che vengono conferiti dai partecipanti non rappresentano direttamente l'oggetto del godimento, il quale è invece costituito dalla ricchezza che si forma in seguito all'investimento e alla gestione economica del patrimonio.

Quindi, mentre la comunione si sostanzia in una situazione essenzialmente "statica", riguardo ai fondi comuni il fine del godimento dà vita a un'attività necessariamente "dinamica", in linea con la natura di investimento finanziario che caratterizza il fenomeno e il ruolo della società di gestione; diversamente, non si spiegherebbe lo stesso dettato legislativo che prescrive che le somme versate dai partecipanti devono essere investite in titoli e in altre attività finanziarie.

In secondo luogo, si è rimarcata la diversità rispetto ai due istituti con riferimento alla posizione giuridica dei partecipanti e ai poteri esercitabili da questi ultimi.

---

<sup>156</sup> Cfr. JAEGER P., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, cit., 18 ss., che nega l'utilizzabilità della "proprietà fiduciaria" *tout court* sul presupposto che questa postula un'appartenenza al fiduciante di beni determinati e individuati non riscontrabile nella partecipazione al fondo comune.

<sup>157</sup> Per la critica della tesi della comunione v. JAEGER P., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, cit., 11 ss.; CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in Geraci e P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 89 ss.; NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970, 47 ss.; COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in Riv. soc., 1968, 268 ss.; FRAGALI M., *La comunione*, in Trattato di dir. civ. e comm., diretto da Cicu e Messineo, I, Milano, 1973, 367 ss.; LENER A., *La comunione*, in Trattato di dir. priv., diretto da Rescigno, VIII, Torino 1982, 261 ss. e 295 ss.

La ricostruzione della natura del rapporto investitori-fondo in termini di comunione, infatti, prestava il fianco al rilievo secondo cui è la stessa funzione pratica dei fondi di investimento a privare i partecipanti di qualsiasi potere di godimento e di disposizione sui beni del fondo così come assai diversi sono, nei due casi, i poteri esercitabili dai soggetti su quei beni e il tipo di utilità che si auspica di poterne ricavare<sup>158</sup>.

In particolare, nel caso della comunione, i comunisti hanno la proprietà della cosa, in parte a titolo individuale e in parte a titolo collettivo, con i conseguenti diritti di disporre e di amministrarla. Relativamente ai fondi comuni di investimento, invece, come evidenziato nella trattazione della disciplina generale, i partecipanti non solo non sono legittimati a disporre e ad amministrare il patrimonio del fondo (né come collettività né tantomeno come singoli), ma non possono nemmeno influire sull'attività svolta dalla società gerente. Ciò è in evidente contrasto con i principi della comunione, in cui, anche nell'ipotesi che la gestione della cosa venga affidata a terzi, rimane ai comunisti sia il potere di revoca sia, soprattutto, quello di indirizzo dell'attività amministrativa, espressamente sancito dall'art. 1105 c.c.. L'unico diritto, che peraltro viene esercitato individualmente, riconosciuto ai partecipanti del fondo ma non ai comunisti, è quello relativo al rimborso delle quote possedute, che si sostanzia in un diritto di credito verso la società di gestione per un importo che varia pressoché giornalmente.

Con riguardo ai partecipanti, intesi come collettività, non è dunque ravvisabile un diritto *sul* patrimonio ma solo *in relazione* al patrimonio. Secondo i detrattori di questa teoria, anche questo aspetto pone in evidenza come sia del tutto improponibile considerare il patrimonio come un bene comune dei sottoscrittori, visto che, non solo soggettivamente ma nemmeno collettivamente, essi non presentano alcuna analogia con la figura dei comunisti.

Il regime civilistico della comunione, infatti, basato sul diritto di ciascuno dei partecipanti di domandare in qualunque momento lo scioglimento del rapporto giuridico, si pone in assoluto contrasto con le esigenze pratiche che sono alla base dei fondi comuni. In particolare, mentre ogni comunista, salvo patto contrario (che però ha precisi limiti temporali), può ottenere in qualsiasi momento lo scioglimento della comunione ai sensi dell'art. 1111, c.c., nei fondi i partecipanti non hanno il potere, individuale o collettivo, di provocare lo scioglimento del fondo prima del termine di scadenza previsto dal regolamento e di ricevere, a titolo di rimborso dell'investimento,

---

<sup>158</sup> In questi termini, Cass. civ., 15 luglio 2010 n. 16605, cit.

il controvalore in titoli o beni. Quanto al regolamento, si è evidenziato come esso non sia modificabile nemmeno dalla maggioranza dei sottoscrittori, mentre lo è nel caso della comunione. Nei fondi comuni di investimento, infatti, il regolamento viene redatto e approvato dalla società di gestione e successivamente approvato dalla Banca d'Italia; il partecipante, ove accetti il regolamento sottoscrivendo le quote del fondo, non può apportarvi alcuna modifica. Inoltre, a fronte del diritto dei membri della comunione a ricevere la loro quota del bene comune in natura, salvo che la cosa non possa essere agevolmente divisa *ex art. 1114 c.c.*, non vi è un corrispondente diritto in favore dei partecipanti del fondo che, invece, possono solo ottenere il rimborso in denaro della loro quota al momento del riscatto. Dal punto di vista della responsabilità personale dei soggetti si deve evidenziare, altresì, come i membri della comunione siano gravati da una responsabilità solidale e illimitata per le obbligazioni sorte a causa di essa (*art. 1115 c.c.*). Diversamente, nei fondi comuni di investimento è prevista, per esplicita disposizione normativa, una limitazione della responsabilità alla quota detenuta dal singolo sottoscrittore, evidentemente anche al fine di rendere idonei tali Oicr ad attirare i capitali dei risparmiatori. Ulteriormente, mentre nel caso della comunione i creditori personali del comunista possono, qualora sia possibile effettuare la divisione, far separare la sua quota al fine di rivalersene e su di essa esercitare il soddisfacimento dei loro diritti, di contro nel fondo comune i creditori particolari del sottoscrittore possono esercitare la loro azione sulla rispettiva quota ma non possono ottenere la separazione di una parte del patrimonio del fondo. Infine, si deve rilevare come nei fondi comuni di investimento vi sia la mancanza di un qualsiasi accordo fra i partecipanti, i quali, data la natura di investimento *collettivo* e la gestione *in monte*, operano come soggetti a sè. Si prospetterebbe, quindi, il caso del tutto atipico di una comunione di carattere meramente incidentale e sorgente da rapporti di fatto multilaterali, la cui efficacia costitutiva non sembra credibile né alla luce della normativa che il codice civile prevede circa la comunione né della disciplina dei fondi.

L'inconciliabilità fondamentale deriva da un principio basilare che le normative continentali hanno inteso imporre ai fondi: quello di separare il diritto di proprietà dalla facoltà di amministrare e, di conseguenza, di sollevare il sottoscrittore da ogni responsabilità di gestione. Tale principio non trova alcun riscontro nella comunione, così come è prevista dal nostro coordinamento giuridico.

Da ultimo, è stato altresì osservato che la (ritenuta) veste di creditori assunta dai partecipanti al fondo nei confronti della società di gestione esclude *in nuce* la loro

qualifica di comproprietari dei beni del fondo. Infatti, avvallando un orientamento dottrinale confortato anche da indicazioni della giurisprudenza, i partecipanti al fondo sono creditori della Sgr e non titolari di diritti reali sulle quote<sup>159</sup>. Investendo nel fondo, l'investitore acquisisce soltanto un diritto di credito, rappresentato dall'obbligo della società di investimento di gestire il fondo e di restituire il valore delle quote di partecipazione.

In tal caso, non si esclude che il partecipante conferisca alla società di gestione un mandato avente ad oggetto la gestione dei suoi risparmi<sup>160</sup>. Questo inquadramento coglie, indubbiamente, il profilo dell'*affidamento* del risparmio da gestire, ferma restando, peraltro, l'assenza in capo all'investitore dei poteri che caratterizzano la figura del mandante nei confronti del mandatario.

## **2.2. La teoria della scissione della titolarità**

La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva del diritto di proprietà ha condotto altra parte della dottrina e la giurisprudenza più recente a ritenere di poter imputare la titolarità "formale" del fondo alla società di gestione, enunciando il principio di diritto con cui viene negata la soggettività giuridica dei fondi e configurato il patrimonio dei fondi come un "patrimonio separato" della Sgr che lo ha istituito, affetto da vincolo di destinazione<sup>161</sup>. Tale principio, in controtendenza rispetto a quanto

---

<sup>159</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010 n. 16605, cit.; Trib. Milano, 29 marzo 2012; Cass., 14 luglio 2003, n. 10990; Cass., 27 dicembre 2011, n. 28900. In dottrina, v. tra i molti, COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, 204 ss. *Contra*, FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2012, 756, nt. (5), che giudica "pericolosa" la suddetta tesi.

<sup>160</sup> Così, LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 542 ss. *Contra*, TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit., 28 ss.; SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 181; MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002, p. 330 s. che, pur richiamando il mandato quanto agli obblighi e le responsabilità della società promotrice e del gestore verso i partecipanti al fondo, esclude che il rapporto di partecipazione sia riconducibile allo schema del mandato.

<sup>161</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit. Con riferimento alla giurisprudenza di legittimità, si ricordano ulteriori sentenze che hanno ribadito il ragionamento della Suprema Corte. In particolare, con sentenza del 20 maggio 2013, n. 12187, il Supremo Collegio, in una fattispecie di attribuzione di codice fiscale a un fondo comune di investimento, ha ribadito il principio introdotto dalla sentenza 16605/2010, affermando che: "I fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliari chiusi), disciplinati nel D.Lgs. n. 58 del 1998, e succ. mod., sono privi di un'autonoma soggettività giuridica ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio, la quale è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia". Analogamente, con successiva sentenza del 19 giugno 2013, n. 15319, la Cassazione, nell'ambito di una impugnativa di avviso di liquidazione di maggiori imposte ipotecarie e catastali spiegata da una SGR in fattispecie di apporto di beni immobili al fondo dalla medesima gestito, ha nuovamente statuito che i Fondi, sul piano

precedentemente era stato acquisito e consolidato, origina dal presupposto che l'ordinamento mal sopporta l'esistenza di un patrimonio privo di titolare, stante la rigida configurazione soggettiva della proprietà e degli altri diritti reali, per cui i fondi comuni di investimento devono essere inquadrati come patrimoni separati, privi di autonoma soggettività giuridica, il cui "titolare" non può che essere la società di gestione. Sul piano degli effetti pratici e, in particolare, della trascrizione, ne deriva che, non costituendo i fondi soggetti di diritto a sé stanti, bensì unicamente patrimoni separati della società di gestione che li ha istituiti, non si potrebbe in alcun modo sostenere la possibilità di intestare i beni immobili direttamente al fondo.

Se infatti si è escluso che la proprietà dei beni che costituiscono il fondo spetti ai partecipanti, la necessità di individuare un altro soggetto a cui assegnarla ha portato all'individuazione della società gerente come titolare della proprietà del fondo, in considerazione della legittimazione ad amministrare i beni, assimilando la *funzione* di gestore al *diritto* soggettivo di proprietario del fondo, sebbene privo delle pregnanti facoltà di disposizione del bene normalmente riconosciute al proprietario<sup>162</sup>.

Questa impostazione, prendendo esplicita posizione sulla titolarità dei beni che compongono il fondo e sull'esecuzione delle relative formalità, giunge a conclusioni divergenti rispetto alla prassi in apparenza prevalente formatasi alla luce di posizioni

---

economico, "assumono la funzione di garantire i vantaggi che, in termini di maggior redditività, può offrire una gestione collettiva ("in monte") e professionale dell'investimento e, altresì, quella di trasformare l'investimento immobiliare in quote di attività finanziarie suscettibili di negoziazione (non dissimile da quella propria degli ordinari strumenti finanziari mobiliari) più agevole rispetto a quella dei beni che rappresentano. Sul piano giuridico, essendo privi di autonoma soggettività giuridica, essi configurano patrimoni separati della società (Sgr di promozione e/o di gestione, sicché è a questa che fanno capo i rapporti giuridici che li riguardano)". V. anche, Cass. civ., 17 ottobre 2012, n. 17812 e 17 ottobre 2012, n. 17793. Cfr. altresì, nella giurisprudenza di merito, Trib. Roma, 20 maggio 2014, n. 11384; Trib. Rovigo, sez. dist. Adria, ord. 21 ottobre 2010; App. Venezia, decr. 1.3.2012; Trib. Milano, Sez. II, 29 marzo 2012. In particolare, con quest'ultima pronuncia, il Tribunale meneghino, sulla scorta dello stesso principio affermato dalla Cassazione, nel definire l'opposizione allo stato passivo promosso dai quotisti di un fondo comune di investimento immobiliare (gestito da una Sgr in stato di liquidazione coatta amministrativa), avente a oggetto, tra l'altro, la richiesta di rivendica dei beni immobili conferiti al fondo, respinge la domanda di restituzione dei beni immobili ai quotisti sul presupposto che gli stessi non possono "afferinarsi titolari di diritti di proprietà sui beni conferiti nel fondo, bensì titolari di un diritto di credito al valore residuo della quota all'esito della liquidazione del fondo e del pagamento dei creditori." Ritiene, infatti, il Tribunale di condividere "integralmente quanto sostenuto dalla Suprema Corte nell'arresto richiamato (Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605), là dove ha statuito che i fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliare chiusi) sono privi di un'autonoma soggettività giuridica, ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio, la quale assume la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia".

<sup>162</sup> V. COLOMBO G. E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA. V.V., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 286 ss.



istituzionali<sup>163</sup>. Il suddetto orientamento sostiene l'assenza di *autonoma* soggettività in capo ai fondi, concludendo pertanto che, in caso di fondi immobiliari, gli immobili debbano essere considerati di proprietà – benché solo “formale” – della società di gestione del risparmio. Dal punto di vista pratico, tale tesi rende evidentemente insostenibile non solo il riconoscimento in capo al fondo della capacità di agire autonomamente e della capacità giuridica di essere titolare di diritti e di obblighi in quanto soggetto di diritto, ma anche, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, una qualsivoglia intestazione di beni immobili al fondo, in luogo della società di gestione<sup>164</sup>. Non viene messo in dubbio che, anche in assenza di formale riconoscimento della personalità giuridica (basti pensare alle associazioni non riconosciute e al condominio negli edifici) un ente possa essere considerato un centro autonomo di imputazione di rapporti giuridici, ma la conformazione giuridica dei fondi comuni di investimento non sarebbe tale da permettere di ravvisare nei fondi questa situazione.

Le argomentazioni della dottrina e della giurisprudenza a sostegno di questa tesi traggono spunto dalla disciplina vigente dei fondi comuni e dal rilievo che la società di gestione è l'unico organo che ha il potere di amministrare il patrimonio; non è sottoposta a limitazioni della gestione o ingerenze da parte dei partecipanti; approva il regolamento del fondo; istituisce di propria iniziativa il fondo comune ottenendo l'autorizzazione in tal senso da parte della Banca d'Italia. A tal fine, considerando che per “autonomia” si intende il potere di un soggetto di autodeterminare il proprio agire, non si potrebbe che dedurre che i fondi comuni di investimento ne siano *de facto* privi. Inoltre, si è osservato che ciò che maggiormente rende difficoltoso configurare il fondo come un autonomo soggetto di diritto è l'assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, come quella che si riscontra nelle società di persone e nelle associazioni. A ben vedere, escludendo che il fondo abbia una propria soggettività giuridica, anche alla luce della qualificazione non univoca, in tal senso, di patrimonio “autonomo” da parte della normativa e dell'assenza in capo al fondo di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi (necessitando, a tal fine, dell'intervento della società di gestione), la soluzione che avvalla l'attribuzione in capo alla società di gestione della titolarità giuridica dei beni acquistati per conto del fondo

---

<sup>163</sup> Consiglio di Stato, parere n. 608/99 dell'11 maggio 1999 e Ministero delle Finanze, circolare 11 novembre 1999, n. 218/T

<sup>164</sup> V. Trib. Milano, 2 luglio 2013.

istituito e che vede nel fondo un “patrimonio separato”<sup>165</sup> meglio si concilia con le esigenze sottese alla costituzione dei fondi comuni d’investimento e con la relativa disciplina.

In definitiva, dunque, atteso che l’ordinamento rifiuta l’esistenza di un patrimonio senza titolare, la società di gestione è titolare formale dei beni di pertinenza del fondo<sup>166</sup> mentre la posizione dei partecipanti, garantita adeguatamente dalla separazione dei fondi dalla società di gestione che li ha istituiti, è qualificabile in termini di proprietà sostanziale<sup>167</sup> o effettiva<sup>168</sup>.

La negazione dell’autonomia e della soggettività del fondo implica, conseguentemente, che non si può ravvisare alcun rapporto di mandato o di rappresentanza tra il fondo medesimo e la società di gestione poiché questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è, invece, ravvisabile.

Sul punto, si è espressa di recente la giurisprudenza che, attraverso un’analisi del principio di “autonomia patrimoniale” e del rapporto intercorrente tra le Sgr e i fondi, si è cimentata nuovamente nel districare il nodo gordiano della controversa tematica della soggettività giuridica dei fondi comuni d’investimento. In particolare, la Suprema Corte ha statuito che i fondi non costituiscono soggetti di diritto a sé stanti, bensì “patrimoni separati” della società di gestione che li ha istituiti<sup>169</sup>.

---

<sup>165</sup> Cfr SAVI G.P., voce “*Società finanziaria*” (“Holding”) e *società d’investimento* (“Investment trust”), NNDI, vol. XVII, Torino, 1970, 724-725 e 727-728.; COLOMBO G. E., in Colombo-Dotti-Perletti-Schrans-Sostringer, *L’investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 286 ss.; JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d’investimento*, Riv. Soc., 1969, 118 ss e 1142 ss.

<sup>166</sup> Con la precisazione che, ove la società promotrice non coincida col gestore, la suddetta titolarità formale, al pari della legittimazione anche processuale che ne consegue, spettano alla prima, potendo il gestore essere sempre sostituito, come si evince dal comma 2 *bis* dell’art. 36 t.u.f.

<sup>167</sup> “La società di gestione non è senza limiti o vincoli nell’esercizio dei suoi poteri sui beni ( ... ). Non solo manca infatti ad essa la facoltà di godimento di quei beni, posta la destinazione ai sottoscrittori degli utili ritratti dalla gestione del fondo, ma l’esercizio dei poteri di amministrare e disporre deve indirizzarsi sempre e solo al perseguimento delle finalità istituzionali del fondo, sicché si può rappresentare sinteticamente la sua funzione affermando che i suoi poteri sono funzionalmente vincolati nell’interesse di altri soggetti ( ... ). Se si deve perciò essere d’accordo che non può parlarsi di proprietà piena (dei beni) del fondo da parte della società di gestione, ci pare invece ( ... ) che possa senz’altro riconoscersi a questa una posizione di potere avente il carattere della realtà (nei confronti di tutti i terzi e nell’esercizio della sua attività inerente al fondo è la società di gestione che appare e viene considerata titolare dei beni di questo) e che, data la funzionalizzazione ad interessi altrui, si può convenire di chiamare ( ... ) proprietà-funzione ( ... )” (così SAVI G.P., voce “*Società finanziaria*”, in *Noviss. Dig. It.*, XVII, Torino, 1970, 727-728).

<sup>168</sup> Così, LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 189.

<sup>169</sup> Cfr. Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 1660, cit. La Cassazione ha inteso verificare la legittimità del reclamo proposto da una Sgr contro un provvedimento giudiziale che, a seguito della vendita all’incanto di un immobile appartenente ad una società fallita, ne aveva disposto il trasferimento alla Sgr medesima.

Tale orientamento non si arresta a postulare la separazione patrimoniale ma, mostrando una (malcelata) idiosincrasia nei confronti di patrimoni senza titolari, assegna, come evidenziato, la titolarità formale dei beni di pertinenza del fondo alla società di gestione e quella sostanziale ai partecipanti al fondo. Ciò, in quanto, una diversa impostazione, ovvero la configurazione del fondo quale soggetto autonomo, “potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell’interesse del fondo siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni” frustrando, di fatto, l’efficacia della separazione quale strumento di tutela dei partecipanti.

Ripercorrendo la disciplina che regola la gestione collettiva del risparmio e richiamando alcune tesi formulate dalla dottrina, l’orientamento evidenzia che il patrimonio separato (o destinato)<sup>170</sup> sia pur sempre da ricondurre alla titolarità del soggetto (persona fisica o giuridica che sia) dal quale esso promana, benché sia necessario tenerlo distinto dal restante patrimonio di quel medesimo soggetto o da altri segmenti patrimoniali sottoposti ad analogo regime di separazione. In tal senso, l’inquadramento dei fondi comuni alla stregua di “patrimoni separati” nell’ambito delle società di gestione porta alla (non necessaria) negazione, in principio, di una piena autonomia giuridica dei fondi e all’affermazione che le Sgr siano gli effettivi centri d’imputazione dei rapporti attivi e passivi posti in essere dal fondo.

È stato posto in evidenza, a tal fine, che la titolarità formale nell’acquisizione dei beni<sup>171</sup> nonché la legittimazione processuale non può che spettare alla Sgr, vista la

---

<sup>170</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 1660, cit., per la quale separazione e destinazione sono concetti equivalente. Sul punto vedi *infra*, cap. III

<sup>171</sup> Alla luce del principio sancito dalla sentenza della Cassazione n. 16605 del 15 luglio 2010, l’acquisto del bene avverrebbe formalmente in capo alla società di gestione, che ne è intestataria, mentre i partecipanti sarebbero proprietari sostanziali di tali beni, analogamente a quanto avviene nello schema della proprietà fiduciaria. Ne consegue, sul piano della pubblicità immobiliare, che la trascrizione degli atti traslativi andrebbe effettuata a favore della (o contro la) Sgr, con contestuale annotazione nel quadro D della segregazione del bene nel patrimonio del fondo, per rendere il vincolo di destinazione opponibile a terzi (applicando in via analogica l’art. 2645 *ter* c.c., dettato in materia di vincoli di destinazione). In sé e per sé, la soluzione della Cassazione non comporterebbe, sotto il profilo della pubblicità e opponibilità a terzi, particolari complicazioni, atteso che la *ratio legis* del sistema della trascrizione immobiliare verrebbe adeguatamente perseguita sia mediante trascrizione in capo alla Sgr, con contestuale menzione del vincolo a favore del fondo nel quadro D della nota di trascrizione, quest’ultima menzione con efficacia di pubblicità notizia, sia tramite trascrizione a favore (o contro) il fondo, con contestuale annotazione del rapporto gestorio nel medesimo quadro D. Per una critica, cfr. BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012, 1249 s.s. “La conclusione è, a mio parere, che questa via (intestazione alla SGR) è sicuramente percorribile solo (salvo quanto dirò *infra*) là dove la SGR sia intestataria (fiduciariamente per la proprietà, pienamente legittimata per la gestione) di un unico fondo qualificato dall’essere un patrimonio autonomo nel senso precisato

carenza nel fondo di un assetto organizzativo idoneo a conferire le capacità minime per la gestione dei beni che a esso confluiscano<sup>172</sup>. Il percorso logico-giuridico seguito poggia sulla rilevanza dell'inquadramento delle variegate finalità attribuite dalla regolazione al patrimonio della Sgr distinguendole rispetto a quelle sottese agli investimenti aventi natura finanziaria.

Non può negarsi che tale orientamento risente del retroterra culturale anglosassone che condusse alla prima legge di disciplina dei fondi comuni<sup>173</sup>, che adattò nel nostro ordinamento lo schema negoziale del *contractual investment trust* in forma aperta.

Il generico termine inglese *investment trust*<sup>174</sup> (corrispondente all'altrettanto generico termine italiano "fondo comune di investimento" in senso lato) sta a designare<sup>175</sup> quei

---

dalla legge." Non va sottaciuto, del resto, che in tal modo vi sarebbero notevoli aggravii in termini di costi e attività procedurali e che le ispezioni ipotecarie sul fondo sarebbero difficoltose poiché i dati contenuti nel quadro D, che hanno valenza di mera pubblicità notizia, non consentono una ricerca nominativa, derivandone che si renderebbe necessario "aprire" tutte le formalità in capo alla Sgr.

<sup>172</sup> A tal proposito, si richiama l'attenzione sulla circostanza che la sentenza, fra i motivi di diritto, chiarisce come «la separazione...garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono i proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo». Cfr. LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in Banca borsa e tit. cred., 2011, II, 423 ss., nel quale si osserva che «la soluzione offerta dalla Cassazione, pur prendendo avvio dalla disamina della normativa primaria di riferimento (art. 1 ed art. 36 d.lgs. 58 del 1998), non tiene conto dell'articolata evoluzione della normativa speciale e, in particolare, dei provvedimenti delle Autorità di settore emanati in attuazione del t.u.f. o delle determinazioni assunte in sede di approvazione dei regolamenti di gestione. Le scelte disciplinari in parola costituiscono un invalicabile limite che il ragionamento della Cassazione non riesce a superare; resta l'auspicio di un tempestivo intervento di riordino della materia che consenta l'assunzione di un nuovo paradigma in grado di supportare il corretto funzionamento della gestione collettiva del risparmio e, più in generale, di facilitare nuove forme di operatività e di sviluppo della finanza immobiliare».

<sup>173</sup> Legge 23 marzo 1983, n. 77, poi abrogata dall'art. 214, lett. x), d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. A tale tipologia di organismo si è ispirata anche la nostra legislazione in tema di dismissione degli immobili pubblici, di cui all'art. 4 della legge 410/2001.

<sup>174</sup> Pur se non vi è concordia sul punto, si tende a far risalire l'ingresso dell'*investment trust* nell'esperienza giuridica anglosassone alla seconda metà del XIX secolo, allorché comparvero in Inghilterra e Scozia le prime strutture di tal genere, le quali facevano ricorso al *trust* e dunque appartenevano alla tipologia "*contractual*". Si è soliti menzionare al riguardo organismi come la Scottish-American Investment Company (1860), l'*International Financial Society* (1863), la *London Financial Association* (1863) e la *Foreign and Colonial Government Trust* (1868). Le ragioni dell'utilizzo del *trust* si spiegano con il fatto che nel Regno Unito, nella vigenza del cosiddetto *Bubble Act* del 1720, ossia dello *Statute 6 Geo.I c. 18*, esso appariva lo strumento ideale per eludere il divieto - contenuto in detta legge - di esercitare un'impresa commerciale in forma associata facendo ricorso ad un organismo non già munito della personalità giuridica grazie al riconoscimento governativo (cioè la *company*), bensì privo di detta personalità (cosiddetto "*unincorporated body*"). Tale divieto fu in sostanza ribadito da una legge successiva - il *Company Act* del 1862 - il quale proibiva la creazione di un'associazione di più di venti persone non costituita in forma di *registered company* allo scopo di esercitare un'attività lucrativa. Ne discendeva che, nella prassi, le aggregazioni di soggetti cui la personalità giuridica non veniva concessa finivano per esercitare comunque la loro impresa collettiva affidando i beni strumentali all'esercizio della medesima ad uno o più *trustees* ed attribuendosi il ruolo di beneficiari del *trust* in tal modo istituito (il compito attribuito al *trustee* era quindi quello di amministrare i beni onde realizzare il

fenomeni caratterizzati dalla presenza di un organismo che, raccogliendo in un fondo il risparmio apportato da una pluralità di soggetti, emette in favore di questi ultimi titoli di partecipazione e investe quanto forma oggetto del fondo, in valori mobiliari, immobili o beni di altra natura, nell'interesse degli investitori e secondo il criterio della massima diversificazione del rischio. L'*investment trust* si caratterizza, altresì, per il fatto che sul fondo nel quale confluiscono gli apporti dei risparmiatori possono soddisfarsi unicamente questi ultimi i quali, peraltro, hanno diritto a veder remunerato il capitale apportato e al rimborso dello stesso.

All'interno della generale categoria dell'*investment trust*, bisogna distinguere lo *statutory investment trust* (o società d'investimento)<sup>176</sup>, che ha condotto alla creazione di strutture come le SICAV<sup>177</sup>, dal *contractual investment trust*, la cui finalità di investimento viene realizzata facendo ricorso a uno strumento negoziale di origine prettamente anglosassone, il *trust*<sup>178</sup>, mediante una procedura che vede coinvolti più soggetti. In primo luogo, si annovera la presenza di una società di capitali

---

fine dell'impresa collettiva non personificata); ciò finì per accadere anche per i primi organismi d'investimento collettivi, in quanto il risparmio apportato dagli investitori venne affidato ad un *trustee* che avrebbe dovuto gestirlo nell'interesse di costoro. Nel 1879 una sentenza del *Master of Rolls* - trattasi di *Sykes v. Beadon* (1879) 11 Ch.D. 170- apparve infliggere un duro colpo alla prassi in questione, dichiarandola illegale, ma tale decisione venne prontamente riformata in sede di appello - *Smith v. Anderson* (1870) 15 Ch. D. 247.

Per cenni storici in tema di *investment trust*, cfr. LIBONATI B., *Holding ed investment trust*, Milano 1967 (l'edizione originale è del 1959), 466 ss.; NIGRO A., voce "Investment trust", cit. 694 ss.; SAVI G.P., voce "Società finanziaria", cit., 719 ss.; GRAZIADEI M., *Diritti nell'interesse altrui*, Trento 1995, 362 ss. Sull'utilizzo del *trust* nell'esperienza inglese onde aggirare le problematiche sottese alla presenza di organismi collettivi privi della personalità giuridica cfr. altresì CHESHIRE G.C., *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, Torino 1998 (l'edizione originale è del 1933), 57 ss.

<sup>175</sup> Per spunti in tal senso cfr. ad es. NIGRO A., voce "Investment trust", Enc. Dir., vol. XXII, Milano, 1972, 691; SAVI G.P., voce "Società finanziaria", cit., 718 ss.

<sup>176</sup> Ove la finalità dell'investimento del risparmio collettivo è attuata facendo ricorso ad una società di capitali appositamente costituita, avente appunto quale oggetto detta attività d'investimento; ciò mediante il procedimento che segue: a) più soggetti conferiscono i propri risparmi in detta società; b) a fronte di detti conferimenti, i risparmiatori divengono soci di detta società; c) il fondo dell'*investment trust* altro non è che il patrimonio sociale di cui la società-persona giuridica è titolare e che essa impiegherà, nell'interesse dei risparmiatori-soci ed in conformità al proprio oggetto, nell'attività d'investimento.

<sup>177</sup> Società d'Investimento a Capitale Variabile, regolate prima con D. Lgs. 84/1992 e poi con gli artt. 43-50 del D. Lgs. 58/1998 (il cui art. 214 ha abrogato il citato D. Lgs. 84/1992, ad eccezione dell'art. 14).

<sup>178</sup> Il cosiddetto *statutory investment trust*, in realtà, nulla ha a che fare con il *trust*, in quanto attua le finalità dell'investimento collettivo creando una società-persona giuridica di cui i risparmiatori divengono soci. La persistente qualificazione di un fenomeno siffatto in termini di *investment trust*, pertanto, si spiega con ragioni di ordine meramente storico: infatti, nell'esperienza anglosassone i primi organismi d'investimento collettivo furono attuati - nella seconda metà del XIX secolo - facendo ricorso al *trust*, sì che la denominazione "investment trust" per tali organismi utilizzata finì per designare - impropriamente - anche esperienze d'investimento collettivo attuate in epoca successiva mediante il (ben differente) strumento societario. Sul punto cfr. ad es. NIGRO A., voce "Investment trust", cit., 691

appositamente creata per la costituzione e gestione del fondo comune di investimento, simile a una Sgr che redige il regolamento del fondo, ossia l'atto disciplinante la raccolta del risparmio collettivo e il suo investimento e che ha natura di atto istitutivo del *trust*; in secondo luogo, i risparmiatori, che versano alla Sgr le somme destinate all'investimento e che assumono pertanto, al tempo stesso, la qualità di disponenti e di beneficiari del *trust*. L'insieme delle somme versate alla Sgr dai risparmiatori costituisce il fondo del *trust*, ossia un patrimonio separato (ovvero segregato) dal restante patrimonio della Sgr, in quanto *destinato* all'attività d'investimento prevista nel regolamento e all'esclusivo soddisfacimento dei risparmiatori-beneficiari. Per effetto, il fondo comune di investimento non è un soggetto di diritto distinto dalla Sgr bensì un patrimonio affetto dal suddetto vincolo di destinazione e di cui la stessa Sgr è titolare, assumendo la qualità di *trustee*. A fronte dei versamenti effettuati dai risparmiatori aderenti al fondo comune, la Sgr emette dei titoli di partecipazione a esso, detti "certificati o quote del fondo"<sup>179</sup> e attestanti la loro qualità di beneficiari del *trust*<sup>180</sup>. Questi organismi per l'investimento collettivo possono essere *open-end* ovvero *closed-end*: nel primo caso l'importo del fondo in cui viene convogliato il risparmio raccolto non è predeterminato (sì che sono ammesse in ogni momento nuove adesioni) e il

---

<sup>179</sup> In inglese denominati, per lo più, "units".

<sup>180</sup> Nell'analisi del *contractual investment trust* proposta, pertanto, la Sgr si limita a redigere l'atto istitutivo del *trust* e non assume il ruolo di disponente, che si ritiene preferibile attribuire invece ai risparmiatori, in quanto in effetti sono costoro ad attuare la dotazione patrimoniale del *trust*. Ne discende una ricostruzione del *trust* utilizzato per dar vita al fondo comune di investimento in termini di *trust* "dinamico", ossia di *trust* con trasferimento di beni da un disponente (nel caso: i risparmiatori che aderiscono al fondo, che sono altresì i beneficiari del *trust* medesimo) ad un *trustee* (nel caso: la Sgr). Ciò sulla falsariga di quanto parrebbe proposto altresì da un illustre autore (cfr. LUPOI M., *Trusts*, Milano, 2001, 688-689). Ci si discosta così, consapevolmente, da quanto parrebbe sostenuto (sia pure in modo apodittico) da altra dottrina (cfr. ad es. SAVI G.P., voce "Società finanziaria, cit., 719), per la quale la Sgr assumerebbe invece il ruolo di disponente: ove quest'ultima impostazione fosse esatta, pertanto, ci troveremmo di fronte ad un *trust* "statico", nel quale cioè il disponente (nel caso: la Sgr) si autodichiara *trustee* dei beni di cui già è titolare (nel caso: delle somme versate dai risparmiatori aderenti al fondo), istituendo un *trust* del quale - al solito - beneficiari sono gli investitori. Occorre altresì precisare che nel testo si è volutamente proposto uno schema semplificato del *contractual investment trust*, in quanto all'operazione partecipa non solo la Sgr, ma anche un altro soggetto (trattasi di una banca o di una società finanziaria): in tale contesto, la Sgr gestisce il fondo ed assume il ruolo di "manager trustee", mentre il soggetto di cui si è detto svolge mansioni sia di custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo (che sono ad esso intestati), sia di controllo della regolarità della gestione della Sgr, assumendo il ruolo di "custodian trustee". È del resto normale che, in certi tipi di *trust*, i beni siano intestati a un *custodian trustee*, il quale altro non è che un nominee del *manager trustee* (cfr., d'altro canto, l'art. 2, par. 2, lett. b, Convenzione de L'Aja 1° luglio 1985 che afferma: "i beni in *trust* sono intestati al trustee o ad altro soggetto per conto del trustee"). Sul dualismo *manager trustee-custodian trustee* cfr. altresì GRAZIADEI M., *Diritti nell'interesse altrui*, Trento 1995, 351-352. La figura della banca-custode è stata recepita anche dalla nostra legislazione in tema di fondi comuni di investimento.

sottoscrittore può uscire dal fondo in qualunque momento, ottenendo la liquidazione della propria quota; nel secondo caso, invece, l'importo del fondo è predeterminato e la quota del sottoscrittore è liquidabile solo alla scadenza del fondo (sì che una volta raccolto il risparmio collettivo nella misura indicata dal regolamento del fondo, nessuna ulteriore sottoscrizione è possibile e l'unico modo per uscire anticipatamente da questo tipo di fondo ovvero per aderirvi consiste, rispettivamente, nel vendere la propria quota a un terzo ovvero nell'acquistare la quota da uno dei sottoscrittori)<sup>181</sup>.

La ricostruzione dogmatica della proprietà "vincolata nel fine" in capo alla Sgr, tipica del *trustee* e simile alla struttura del fondo comune di investimento anglosassone di tipo *contractual*, conduce, a ben vedere, allo sdoppiamento della proprietà in titolarità "formale" e "sostanziale" attraverso lo strumento interpretativo del *trust* senza l'artificio del fondo-nuovo soggetto di diritto.

Così, alla stregua di un *trustee*, può essere revocato il mandato gestorio della Sgr da parte dell'Assemblea dei partecipanti al fondo (sebbene solo in caso di fondi chiusi diversi dai FIA riservati). La teoria in esame mostra di superare le posizioni idiosincratiche derivanti dallo "sdoppiamento della proprietà" fra *trustee* e beneficiario (titolari l'uno della "proprietà formale", l'altro della "proprietà sostanziale" dei beni in *trust*), inammissibile alla luce del principio del numero chiuso dei diritti reali<sup>182</sup> e delle ipotesi di patrimonio separato, non previste da alcuna norma italiana e, dunque, contrastante con la riserva di legge fissata dall'art. 2740, 2° co., c.c.<sup>183</sup> Infatti,

---

<sup>181</sup> Cfr. per tutti NIGRO A., voce "Investment trust", cit., 697-698, per il quale nelle strutture *open-end* "le dimensioni del patrimonio variano continuamente in relazione all'emissione ed al rimborso delle quote di partecipazione. In sostanza, si riscontrano in questo tipo le seguenti caratteristiche: l'obbligo, per gli organi di gestione, di riacquistare in qualsiasi momento i certificati (o le azioni) emessi, su semplice richiesta dei sottoscrittori (recesso dei partecipanti e diminuzione del patrimonio); la facoltà per i suddetti organi di emettere nuovi certificati (o azioni) a favore di successivi sottoscrittori (ammissione di nuovi partecipanti e aumento del fondo)"; quanto alle strutture *closed-end*, per il citato Autore in esse "Le dimensioni del patrimonio restano immutabili e non vi è vendita o riacquisto continuo dei titoli di partecipazione. In sostanza, questo tipo di *investment trust* emette titoli di partecipazione fino a raggiungere un certo prestabilito ammontare di capitale: raggiunto questo livello, chi vuole acquistare certificati dovrà rivolgersi ad uno dei partecipanti; e, d'altra parte, quello dei partecipanti che vuole cedere i suoi certificati dovrà trovare direttamente un acquirente".

<sup>182</sup> Trattasi di teoria elaborata per la prima volta da FRANCESCHELLI R., *Il trust nel diritto inglese*, Padova, 1935, e che ha goduto di una notevole diffusione nel nostro Paese in epoca anteriore alla Convenzione di L'Aja. In epoca successiva ad essa, cadute all'evidenza le ragioni ostative al riconoscimento dei trusts stranieri nel nostro ordinamento, detta tesi ha costituito uno dei pilastri su cui poggia l'orientamento (che tende ormai ad essere minoritario) contrario all'ammissibilità dei cosiddetti trusts interni (per un'elencazione dei fautori della tesi della doppia proprietà cfr. BARTOLI S., *Il trust*, Milano 2001, 96 ss.

<sup>183</sup> La norma dell'art. 2740, cod. civ., è considerata di ordine pubblico dalla prevalente dottrina. Cfr. BARBERO D., *Sistema istituzionale di diritto privato italiano*, V ed., Torino, 1958, II, 154; TUCCI G., voce *Privilegi*. 1) *Diritto civile*, in *Enc. giur.*, XXIV, Roma 1991, 39. La giurisprudenza ha poi affermato che

considerata la difficoltà da parte della dottrina<sup>184</sup> e della giurisprudenza<sup>185</sup> di ricondurre il fenomeno all'interno delle nostre tradizionali categorie civilistiche, si cercarono strutture giuridiche alternative al fine di *ricostruire* il fenomeno, le quali divergono fra loro in punto di individuazione del soggetto da ritenersi proprietario del patrimonio apportato nel fondo comune di investimento dai partecipanti. Tuttavia, anche la tesi che configura sì il fondo come patrimonio separato dal restante patrimonio della Sgr ma comunque oggetto di una titolarità in capo alla società di gestione contempla, invero, un meccanismo che ricorda quello della proprietà fiduciaria, aderente alla struttura del fondo anglosassone di tipo *contractual*; per tale via, anche questo orientamento non

---

la violazione della disposizione comporta la nullità dell'atto negoziale: Trib. Genova, 27 gennaio 1983, in *Dir. Fall.*, 1984, II, 836. Si è ritenuto in dottrina che, in generale, i negozi tesi ad aggirare il dettato dell'art. 2740 c.c. non potrebbero considerarsi illeciti ma semplicemente revocabili e dunque inefficaci ad istanza di parte. Sul tema MASI A., *Destinazione di beni e autonomia privata*, in AA.VV., *Destinazione di beni allo scopo*, Milano, 2003, 44 e s.; LA PORTA U., *Destinazione dei beni allo scopo e causa negoziale*, Napoli, 1994, 36.

<sup>184</sup> Nel nostro ordinamento, infatti, l'interesse per la figura del *contractual investment trust* è sorto all'incirca mezzo secolo fa; in tale epoca, caratterizzata da un ancora limitato approfondimento degli studi in tema di *trust* da parte della nostra dottrina e da limitate occasioni di contatto dell'istituto con la nostra giurisprudenza, è naturale che risultasse difficoltosa la piena comprensione del fenomeno. Si pensi che la prima monografia in materia di *trust* è del 1935 (FRANCESCHELLI R., *Il trust nel diritto inglese*, Padova) e che ad essa hanno fatto seguito, negli anni successivi, pochi altri contributi fra i quali GRASSETTI C., *Il trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, 548 ss.; ANGELONI C., *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1938, I, 37; CALABI E., *Anticipazioni di merci mediante trust receipt*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, I, 137; BISCONTI G., *Deposito in nome di terzo e disposizione di ultima volontà*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1959, I, 100; BUONINCONTRO M., *Trust e civil law*, in *Riv. dir. Civ.* 1959, II, 680; FRANCESCHELLI R., voce "Trust e trustee", in *Dig. sc. priv. sez. civ.*, Torino 1940, 569; CORSANI G., *Consegna in trust*, in *Enc. Bancaria*, Milano 1942, I, 452; BERNARDI L., *Il trust nel diritto internazionale privato*, in *Studi nelle scienze giuridiche e sociali*, Univ. di Pavia, 1957, XXXV; JAEGER P.G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano 1968; LUPOI M., *Appunti sulla real property e sul trust nel diritto inglese*, Milano 1971. Con riguardo agli scritti di quel periodo specificamente dedicati all'*investment trust*, si vedano BIANCHI T., *L'investment trust*, Milano 1963; AA.VV., *La diffusione della ricchezza mobiliare: investment trust e azionariato popolare*, Milano 1963; COLOMBO G. E.- DOTTI V.- PERLETTI G.- SCHRANS-SOSTRINGER S., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova 1967; VELO D., *Gli investment trusts: redditività e influenza della loro gestione sul mercato finanziario nell'esperienza statunitense*, Milano 1971; SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I, 737..

<sup>185</sup> Tra le rare pronunce in tema di *trust* risalenti al XIX secolo e all'inizio del XX secolo si annoverano: App. Cagliari 12 maggio 1898, in *Giur. It.*, 1898, I, 2, 612; Cass. Roma, 21 febbraio 1899, in *Giur. It.*, 1899, I, 2, 216 e in *Foro it.*, 1900, I, 501; Cass. Napoli, 29 marzo 1909, in *Giur. It.*, 1909, I, 1, 649 e Trib. Giudiz., 1909, 249; Trib. Oristano 15 marzo 1956, in *Foro it.*, 1956, I, 1019 e Trib. Casale Monferrato (decr.) 13 aprile 1984, in *Riv. Not.*, 1985, 240 e in *Giur. It.*, 1986, I, 754. Per una ampia disamina di tali pronunzie cfr BARTOLI S., *Il trust*, Milano 2001, 725 ss. con ampi riferimenti bibliografici. Con la Convenzione de L'Aja le decisioni in materia aumentarono notevolmente. .



poté sottrarsi alle critiche della dottrina<sup>186</sup> ancora legata al concetto tradizionale di proprietà.

Tale impostazione risulta, a ben vedere, speculare all'orientamento precedentemente illustrato secondo il quale i beni che compongono il fondo spettano, in comproprietà, ai partecipanti anche se legittimata a gestire le attività del fondo è la Sgr. Come evidenziato, in questo caso con i fondi comuni si verrebbe a creare una sorta di dissociazione tra proprietà e controllo della ricchezza, nel senso che "la proprietà collettiva dei partecipanti è una proprietà del tutto inerte, affatto priva di ogni funzione dirigente; il controllo della ricchezza è, invece, integralmente attribuito a un soggetto che non ne è proprietario"<sup>187</sup>. Parimenti, la soluzione che riconosce in capo alla Sgr una titolarità formale del fondo attribuisce alla stessa la qualità di proprietaria fiduciaria, con pieni e incondizionati poteri di disposizione, benché preordinati alla realizzazione dell'interesse dei sottoscrittori con l'esclusione, dunque, di qualsivoglia rapporto di natura reale tra fondo e partecipanti<sup>188</sup>. Sul punto, è stato criticamente messo in rilievo che la qualificazione della posizione giuridica della Sgr come proprietaria del fondo rappresenta una distorsione del concetto comunemente accolto di proprietà, che trova la propria ragione nella diversità di situazioni di interessi nelle quali si collocano, rispettivamente, il proprietario in quanto tale e la Sgr<sup>189</sup>. Ciò precisato, benché la disciplina della gestione del fondo può suggerire la formula della proprietà fiduciaria, del resto compatibile con l'idea del patrimonio separato, l'inquadramento del rapporto giuridico tra Sgr, fondo e i beni che fanno parte del patrimonio di quest'ultimo nei tradizionali schemi dominicali deve necessariamente confrontarsi con le caratteristiche fisiologiche ed essenziali connesse al diritto di proprietà su di un bene. Sul punto, va rilevato come le facoltà essenziali vengono individuate nella gestione e nel relativo potere di disposizione; nel godimento e nella connessa facoltà di appropriarsi dei frutti, nella responsabilità patrimoniale che, per le obbligazioni di un soggetto, riguarda, ai sensi dell'art. 2740 c.c. (salve le eccezioni, sempre più numerose, previste nel nostro ordinamento, sulla spinta dell'adeguamento della normativa comunitaria e non solo)

---

<sup>186</sup> Cfr per tutti COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, 299 ss.

<sup>187</sup> In questi termini, GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Tratt. Dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu - Messineo - Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, 2002, 438.

<sup>188</sup> In tal senso, COLOMBO G. E., *L'investment trust in forma contrattuale*, in AA. VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967, 286.

<sup>189</sup> COSTI R., *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, cit., 192 s.

tutti i beni che fanno parte del suo patrimonio. In questo caso, invece, la gestione spetta sì alla Sgr ma il relativo potere di disposizione non è pieno e libero bensì condizionato nonché vincolato, in quanto finalizzato al perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo e soggetto, comunque, al controllo del depositario. Anche il godimento dei beni e dei relativi frutti (sotto forma di dividendi, con varia periodicità, distribuiti dalla società di gestione ai titolari delle quote del fondo) spettano, in realtà, ai partecipanti al fondo mentre, con riferimento alla responsabilità patrimoniale, i beni del fondo fanno parte di un patrimonio separato da quello della Sgr, nell'ambito di una vera e propria separazione patrimoniale perfetta. Riprendendo alcune critiche già mosse con riguardo alla tesi della comunione, appare quindi piuttosto arduo ricondurre nello schema del diritto di proprietà il rapporto che lega la Sgr al fondo che costituisce, invero, un rapporto complesso, che si sostanzia, piuttosto che nel tradizionale schema del diritto di proprietà, nell'ambito della *negotiorum gestio*. L'idea di proprietà come diritto di usare e di godere del bene non nel proprio esclusivo interesse bensì nell'interesse altrui e l'idea del *trust* quale fonte di un'inammissibile doppia proprietà su uno stesso bene costituiva (e, a ben vedere, rappresenta tuttora) un'argomentazione difficilmente conciliabile con le categorie giuridiche tradizionali del nostro ordinamento. Infatti, diversamente dall'ordinamento domestico, in quello di *common law* il problema dell'individuazione del soggetto titolare del fondo assume una rilevanza marginale, in quanto la proprietà è vista non come allocazione di un determinato bene a un soggetto bensì come allocazione delle diverse utilità che derivano da un bene a uno o più soggetti. Tuttavia, tale obiezione, che palesava la portata "rivoluzionaria" della tesi del fondo come patrimonio separato, mostra di trascurare che nel nostro ordinamento già esistono ipotesi di proprietà vincolata nel fine e, dunque, fonte di un patrimonio separato, in modo non dissimile dalla proprietà del *trustee*<sup>190</sup>. A fronte di ciò, l'unica obiezione apparentemente insuperabile poteva essere rappresentata dall'art. 2740, 2° co., c.c., che demanda alle norme di legge il compito di inserire nell'ordinamento nuove

---

<sup>190</sup> Si pensi alla proprietà oggetto di un fondo patrimoniale ed alla proprietà del mandatario senza rappresentanza. Un'approfondita analisi delle analogie e differenze fra *trust* da un lato e fondo patrimoniale e mandato senza rappresentanza dall'altro lato è stata infatti condotta dalla dottrina solo nell'ultimo decennio del secolo scorso: cfr BARTOLI S., *Il trust*, cit., 314 ss e 343 ss., con ampia bibliografia; ID., *La conversione del fondo patrimoniale in trust*, in *Il trust nel diritto delle persone e della famiglia*, Milano 2003, 207 ss.; CENNI M.L., *Trust e fondo patrimoniale*, ivi, 111, ss. Più in generale, per le ragioni della non configurabilità del *trust* quale fonte di una doppia proprietà, v. amplius BARTOLI S., *Il trust* cit., 98 ss. e 582 ss. con ampia bibliografia.

ipotesi di limitazione di responsabilità<sup>191</sup>. In questa incertezza interpretativa, il legislatore della disciplina dei fondi comuni di investimento aperti (legge 77/1983), nati come applicazione pratica del *trust* e ispirati alla tipologia del *contractual investment trust*, palesa invece la difficoltà del legislatore del tempo nel “metabolizzare” l’istituto impiegando, con l’approssimativa dizione di patrimonio “distinto” (dal patrimonio della Sgr e da quello dei risparmiatori), un aggettivo che non ha sopito affatto le dispute circa l’individuazione del titolare del fondo<sup>192</sup>. Il (non trascurabile) “disagio” con l’istituto del *trust* risulta comprovato anche successivamente, nonostante gli ulteriori interventi legislativi in materia<sup>193</sup>. L’art. 2 del d.lgs. 83/1992, nel modificare l’art. 3 comma

<sup>191</sup> Come già all’epoca intuiva SAVI G.P., voce “Società finanziaria (“Holding”) e società d’investimento (“Investment trust”)", cit., 727-728, il quale conclude nel senso che, nel regolare i fondi comuni di investimento, il legislatore italiano si sarebbe posto nella prospettiva corretta solo seguendo la via del patrimonio separato.

<sup>192</sup> Il testo integrale dell’art. 3, 2° co., disponeva: “Ciascun fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione. Sul fondo non sono ammesse azioni dei creditori della società gerente. Le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi”.

<sup>193</sup> Nonostante l’avvenuta approvazione della Convenzione dell’Aja<sup>193</sup> avrebbe dovuto esser fonte di una maggiore familiarità del legislatore con l’istituto del *trust*, in quanto essa ha fatto venir meno ogni pregiudiziale opposizione nei confronti tanto dei *trust* “esteri” quanto - sia pure nel contesto di un acceso dibattito non ancora del tutto sopito - nei confronti dei *trusts* “interni” (cioè dei *trusts* costituiti in Italia e privi di elementi d’internazionalità, eccezion fatta per la legge regolatrice). Per un commento alla Convenzione dell’Aja, approvata dall’Italia il 1° luglio del 1985, ratificata dal nostro Stato con legge 364/1989 ed entrata in vigore il 1° gennaio 1992, cfr., limitatamente alla dottrina italiana, GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento*, in Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993, 1211 ss.; LUPOI M., *Trusts cit.*, 578 ss.; BARTOLI S., *Il trust, cit.*, 500 ss.; ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell’Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.-Leggi complem.*, a cura di G. Alpa - C. Zatti, Padova 1999, 24 e 33 ss.; CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001. La tesi - ormai dominante - favorevole ai *trusts* interni è stata per la prima volta elaborata da LUPOI M., *Trusts*, 533 ss.; ID., *I trust nel diritto civile*, Torino 2004; ID. in Aa.Vv., *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano 1996, 30 ss.; ID., *Il trust nell’ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell’Aja del 1° luglio 1985*, in *Vita Not.*, 1992, 978 ss.; ID., *Lettera a un notaio curioso di trusts*, in *Riv. Not.*, 1996, 348 ss.; ID., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in *Riv. Not.*, 2001, 1159 ss.; ID., *Riflessioni comparatistiche sui trusts*, in *Eur.e Dir.Priv.*, 1998, 436 ss.; ID., *La sfida dei trusts in Italia*, in *Corr.Giur.*, 1995, 1205 ss.; ID., in Aa.Vv., *Il trust nell’operatività delle banche italiane*, Roma 1997, 17 ss.. In dottrina, hanno tra gli altri aderito alla tesi in questione: BARTOLI S., *Trusts cit.*, 597 ss.; DE DONATO A.- DE DONATO V.- D’ERRICO M., *Trust convenzionale. Lineamenti di teoria e pratica*, Roma 1999, 80 ss.; BRAUN A., *Trusts interni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2000, 577 ss.; SALVATORE L., *Il trend favorevole all’operatività del trust in Italia: esame ragionato di alcuni trusts compatibili in un’ottica notarile*, in *Contr. e Impr.*, 2000, 644 ss.; MORELLO U., *Fiducia e trust: due esperienze a confronto*, in AA.VV., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano 1991, 97 ss.; LUZZATTO R., *Legge applicabile e riconoscimento di trusts secondo la Convenzione dell’Aja*, in *Trusts*, 2000, 14 ss.; CARBONE S.M., *Autonomia privata, scelta della legge regolatrice del trust e riconoscimento dei suoi effetti nella Convenzione dell’Aja del 1985*, in *Trusts*, 2000, 145 ss.; BUTTÀ S., *Effetti diretti della Convenzione dell’Aja nell’ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2000, 557 ss.; GAMBARO A., *Il diritto di*

secondo della citata legge 77/1983<sup>194</sup> e il Testo Unico continuano, infatti, a pretermettere l'istituto del *trust* qualificando il fondo comune in termini di patrimonio non solo distinto ma anche "autonomo" dal patrimonio della Sgr e da quello dei risparmiatori.

L' "autonomia" nella nuova formulazione della norma ha instillato il dubbio<sup>195</sup> che la *ratio legis* si indirizzasse per la soggettivizzazione del fondo comune, ma le successive scelte legislative, impiegando una varietà di aggettivi per qualificare il fondo ("autonomo", "separato", "distinto"), hanno fugato le incertezze derivanti dall'uso di tale aggettivo non orientato, in realtà, ad alcun disegno preciso<sup>196</sup>.

Infatti, la legge 344/1993, che ha introdotto la figura del fondo mobiliare chiuso, all'art. 8 co. 6°, torna a qualificare il fondo come patrimonio "distinto"<sup>197</sup> e altrettanto fa la

---

*proprietà*, in *Trattato dir.civ. e comm.* diretto da Cicu-Messineo, Milano 1995, 637 ss.; ID., voce "Trusts", *Digesto Disc. Priv. - Sez.Civ.* vol. XIX, Torino 1999, 464 ss. Per la giurisprudenza sui *trusts* interni cfr BRAUN A., *La giurisprudenza italiana sui trusts*, in *Il trust nel diritto delle persone e della famiglia*, A. Braun e M. Dogliotti (a cura di), Milano, 2003, 37 ss.; BARTOLI S., *Il Trust*, cit., 725 ss.

<sup>194</sup> Il testo risultante dalla modifica dispone: "Ciascun fondo comune costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione. I creditori della società di gestione non possono far valere i loro diritti sul fondo. I creditori dei singoli partecipanti possono far valere i loro diritti esclusivamente sui certificati di partecipazione di questi ultimi".

<sup>195</sup> Cfr ad es. CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, 157, che afferma: "La definizione di patrimonio autonomo rappresenta un'ulteriore consapevole precisazione ordinamentale, diretta a ripartire ed a ripercorrere la c.d. terza via, superando ogni discussione fra le due tesi opposte ... tra la comunione dei partecipanti, da un lato, e la proprietà separata ... della società di gestione, dall'altro"; LENER R., *Valori mobiliari. Soggetti intermediari*, in *Enc. Giur.*, Roma 1994, secondo il quale "la nuova dizione ha sostituito quella di patrimonio distinto originariamente contenuta" nella legge 77/1983 "in tal modo perfezionando, in punto di scelta dei termini, il dettato legislativo, e recependo le indicazioni di quella dottrina che distingue patrimonio autonomo da patrimonio separato (entrambe subcategorie del patrimonio di destinazione), in quanto il primo costituito dai rapporti che fanno capo a più soggetti, e il secondo da rapporti che fanno capo ad uno solo". Appare evidente il richiamo dell'autore in esame alla teoria di chi (cfr SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli 1986, 85-86; BIGLIAZZI GERI L., voce "Patrimonio autonomo e separato", in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano 1982, 280 ss.) qualifica come patrimonio separato il patrimonio affetto da un vincolo di destinazione e di cui è titolare un solo soggetto (si pensi all'eredità beneficiata o al fondo patrimoniale), e come patrimonio autonomo il patrimonio affetto da un vincolo di destinazione e del quale è titolare, invece, un'organizzazione composta di una pluralità di soggetti che è priva di personalità giuridica, ma non di soggettività giuridica (si pensi all'associazione non riconosciuta, ovvero alla società di persone).

<sup>196</sup> Una prova della confusione concettuale che appare affliggere il legislatore allorché si tratti di disciplinare istituti collegati all'istituto del *trust*, potrebbe essere rappresentata dal coevo D. Lgs.124/1993 sui fondi pensione che, all'art. 6, comma quattro ter, afferma: "I fondi pensione possono essere costituiti altresì nell'ambito del patrimonio di una singola società o di un singolo ente pubblico anche economico attraverso la formazione con apposita deliberazione di un patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, nell'ambito del patrimonio della medesima società o ente"

<sup>197</sup> La norma citata stabilisce che: "Ciascun fondo costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da quello di ogni altro fondo

legge 86/1994, che ha introdotto il fondo immobiliare chiuso, al suo art. 12, comma 6°<sup>198</sup>. Non a caso, infatti, sia successivamente alla legge 77/1983 sia in seguito al d.lgs. 83/1992 e alle leggi 344/1993 e 86/1994, una notevole parte della dottrina ha continuato a qualificare il fondo come patrimonio separato appartenente alla Sgr<sup>199</sup>. Infine, anche con l'approvazione del d.lgs. 58/1998 che ha predisposto una disciplina unitaria dei fondi comuni di investimento abrogando – con il suo art. 214 – le leggi 77/1983, 344/1993 ed 86/1994, ancora una volta il legislatore ha qualificato il fondo come “patrimonio autonomo e distinto”, schivando la categoria del *trust*. Del resto, le oscillanti aggettivazioni impiegate dal legislatore sono state ritenute non decisive anche

---

gestito dalla medesima società di gestione. Sul fondo non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione. Le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi”.

<sup>198</sup> La norma è di contenuto identico a quello dell'art. 8 comma sesto legge 344/1993. Si segnala inoltre che il primo fondo comune di investimento italiano (denominato “Valore Immobiliare Globale”, facente capo alla Deutsche Bank S.G.R. s.p.a. e della durata di 15 anni) è stato istituito soltanto nel novembre 1998, ha iniziato l'attività nel febbraio 1999 e ha ottenuto la quotazione in borsa nel novembre 1999.

<sup>199</sup> Cfr. RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in Aa.Vv., *I fondi comuni di investimento nella legge 77/1983*, Firenze 1985, 85 ss.; TONDO S., *Riconoscimento del trust nel nostro ordinamento*, in Aa.Vv., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, 1991., 122 ss.; ID., *Ambientazione del trust nel nostro ordinamento e controllo notarile sul trustee*, in I. Beneventi (cura di), *I trusts in Italia oggi*, Milano, 1996, 177 ss.; COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. II, Padova 1992, 153; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 3 Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Torino 1994, 161; LUPOI M., *Trust, cit.*, 687 ss., sia pure esprimendosi in termini di patrimonio “segregato”. Tale aggettivazione è in sintonia con quella che detto autore ha scelto di utilizzare (sin dalla prima ediz. del 1997 della sua opera “Trusts”, 472-481) per qualificare la condizione giuridica del *trust fund*. L'Autore, premesso che nel caso di patrimonio separato “esiste pur sempre un punto di passaggio unidirezionale fra il patrimonio separato e il patrimonio ordinario del soggetto: tramite esso si può comunicare l'arricchimento del patrimonio separato, che può non rimanere ivi confinato perché anche esso appartiene al soggetto titolare del patrimonio ed egli può disporne come crede”, conclude nel senso che “la distinzione risiede nella incomunicabilità bidirezionale (propria del *trust*) fra il patrimonio separato e il soggetto che ne è titolare. La peculiarità del *trust* ( ... ) sta nella chiusura di quello che altrimenti sarebbe il punto di passaggio fra patrimonio generale e oggetto del *trust*, pur esistente perché entrambi appartengono al medesimo soggetto. Ed invece manca ( ... ) la ( ... ) potenziale comunicazione diretta degli arricchimenti del patrimonio generale a quello separato; un distacco totale e definitivo fra le due sfere”. L'espressione “patrimonio segregato” riferita al *trust fund*, pur se ha finito per trovare ampio seguito, è stata sottoposta a severa critica da chi (cfr. TONDO S., *Ambientazione*, cit., 183-184) l'ha definita come il frutto di un mero “anglismo di ritorno”, privo di qualunque apprezzabile differenziazione rispetto al concetto nostrano di patrimonio separato: “per quanto innegabile la notevole produttività dell'analisi (condotta da M. LUPOI) ( ... ), sembrerebbe nondimeno che ( ... ) vi si possa sempre e correttamente opporre, a mo' di un'anticritica piuttosto recisa, come la stessa radicalità e distinzione, che il *trust* sembra normalmente involgere, non sia affatto incompatibile con la logica che presiede al patrimonio separato. Al punto, anzi, da aversi l'impressione che ( ... ) non altro poi s'arrivi a effettivamente guadagnare, sul piano della caratterizzazione qualificatoria, che una sorta di “anglismo di ritorno” (l'autore si riferisce al corrente uso da parte della dottrina di *common law*, con riguardo al fenomeno discendente dal *trust*, del sostantivo “segregation”).

dalla dottrina e dalla giurisprudenza<sup>200</sup>, onde concludere nel senso che il fondo è un patrimonio (sì) separato (ma comunque) appartenente alla Sgr<sup>201</sup>.

### 2.3. La teoria della soggettività giuridica del fondo

In alternativa alla ricostruzione del fondo in termini di comproprietà dei partecipanti e in termini di proprietà formale della Sgr, si è infine proposta, in tempi non recenti, l'idea che la titolarità dei rapporti facenti capo al fondo dovesse essere ricondotta a un soggetto terzo, identificandolo nel fondo medesimo. In particolare, le peculiarità dell'istituto hanno indotto a ritenere che il fondo comune d'investimento avesse una propria soggettività, quale patrimonio "distinto" a tutti gli effetti nonché centro "autonomo" di imputazione di rapporti giuridici e titolare di obblighi, configurandolo titolare di se stesso alla stregua di una sorta di fondazione non riconosciuta<sup>202</sup> ovvero di una associazione non riconosciuta e atipica costituita fra i partecipanti<sup>203</sup>.

In particolare, è stato sostenuto<sup>204</sup> che la costituzione del fondo comune di investimento determini la nascita di un nuovo soggetto di diritto non personificato, distinto tanto dalla Sgr quanto dai singoli risparmiatori partecipanti al fondo, titolare di un "patrimonio allo scopo", rappresentato dai risparmi apportati dagli investitori e che gestisce i medesimi in ossequio al regolamento del fondo, avente natura di atto costitutivo di tale ente. In favore di questa tesi vi è, invero, il mancato accreditamento dell'idea di un patrimonio senza titolare in quanto la formula "patrimonio distinto" evoca comunque una titolarità<sup>205</sup>. Infatti, scartata l'opzione (ideologica) di una

---

<sup>200</sup> Cfr LUPOI M., *Trusts*, cit., 687 ss.

<sup>201</sup> LUPOI M., op. cit. 687 ss. afferma infatti che la normativa italiana in tema di fondi comuni (da ultimo l'art. 36 sesto comma Tuif) attua "la segregazione bilaterale tipica del trust ... : due patrimoni, dunque, pur appartenenti al medesimo soggetto (cossia alla S.G.R). Un patrimonio generale e un altro patrimonio, che è segregato tanto rispetto ai creditori del soggetto che ne è titolare (si tratterebbe del trustee ove si facesse ricorso al trust) quanto rispetto ai creditori del disponente (cioè della collettività degli investitori): se fossimo nel quadro di un trust il disponente sarebbe anche il beneficiario e quindi, come in diritto inglese, i creditori del beneficiario di un *trust* possono fare valere i loro diritti unicamente sulla posizione creditoria del beneficiario verso il *trustee*, la quale può ben essere attestata da un certificato rilasciato dal *trustee* (cioè dal certificato attestante la sottoscrizione, da parte dell'investitore, di quote del fondo comune di investimento)".

<sup>202</sup> COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 242 ss., 300 ss.

<sup>203</sup> NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970, 87 ss.

<sup>204</sup> Cfr COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, 299 ss.; NIGRO A., voce "Investment trust", cit., 703 ss.

<sup>205</sup> LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 186.

“proprietà di nessuno” e la configurabilità di “diritti senza soggetto”<sup>206</sup>, in quanto solo le *res nullius* non appartengono ad alcuno mentre i titoli e le altre attività finanziarie che compongono il fondo comune sono oggetto di ordinarie vicende traslative originanti da una legittimazione spettante al proprietario o a chi per lui è autorizzato ad avvalersene, si suppone la necessaria predicabilità del diritto di proprietà a un soggetto come dato di struttura del sistema.

La tesi che riconosceva al fondo comune d’investimento una soggettività propria era prevalente nella dottrina precedente al recente arresto della Suprema Corte<sup>207</sup> ed è stata avallata da una minoritaria giurisprudenza<sup>208</sup> e da un parere del Consiglio di Stato<sup>209</sup>. Partendo dall’osservazione che le teorie tradizionali non riuscivano a identificare nella

---

<sup>206</sup> In generale, per questa formula, v. ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, in *Jus*, 1960, 149 ss. nonché, con riguardo anche alla tematica dei fondi comuni, BOLLINO G., *Aspetti civilistici dei fondi di garanzia*, in *Giur. comm.*, 1983, 530 ss.

<sup>207</sup> Cass. civ., 15 luglio 2010, n. 16605, cit.

<sup>208</sup> V. Trib. Bari, decr. 19.12.2007, da cui origina il ricorso in Cassazione di cui alla sentenza n. 16606 del 15 luglio 2010. In particolare, il Tribunale di Bari rigettò il reclamo proposto da una Sgr contro un provvedimento mediante il quale il giudice delegato al fallimento di un’altra società, all’esito della vendita all’incanto di un immobile alberghiero appartenente alla società fallita, ne aveva disposto il trasferimento alla medesima Sgr, anziché, come da questa richiesto, al fondo comune di investimento di tipo chiuso, da essa istituito e gestito. A tal fine, il tribunale ritenne che la Sgr si fosse resa aggiudicataria in proprio dell’immobile venduto all’asta, avendo agito per conto, ma non anche in nome, del predetto fondo immobiliare, pur sottolineando la “soggettività giuridica distinta da quella della società di gestione del fondo immobiliare”.

<sup>209</sup> Cons. Stato, sez. III, parere 11 maggio 1999, n. 108. Il Consiglio di Stato, con l’obiettivo, sul piano pratico, di tutelare i terzi attraverso la trascrizione immobiliare, aveva ritenuto il fondo un centro autonomo di imputazione di interessi, avendo la Sgr un potere di disposizione del fondo solo per finalità meramente gestorie e, quindi, strumentale rispetto all’autonomia patrimoniale dei fondi, con la logica conseguenza che la titolarità dei beni dovesse essere riferita ai fondi comuni. Stessi, “salve le necessarie annotazioni riguardanti il vincolo gestorio esistente...”. Le conclusioni del Consiglio di Stato erano state pienamente condivise dal ministero delle Finanze nella circolare n. 218/T del 1999 (emanata al fine di fornire un’interpretazione uniforme in tema di fondi immobiliari chiusi e di adempimenti pubblicitari nell’ambito della dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato), che aveva dato risalto, a propria volta, all’esigenza di attestare in modo incontrovertibile la titolarità, in capo al fondo, dei beni immobili che fanno parte del patrimonio dello stesso, che non poteva che essere garantita dall’effettuazione delle formalità di trascrizione degli atti di apporto a favore esclusivo del fondo, mediante doppia formalità, con contestuale annotazione a margine della trascrizione della sussistenza del vincolo gestorio in capo alla Sgr. Ciò allo scopo di garantire, ai sensi dell’art. 2644 c.c., la segregazione patrimoniale del fondo (anche al fine di evitare che i creditori della Sgr possano aggredire i beni che fanno parte del patrimonio dello stesso), garantendo l’immediata conoscibilità da parte dei terzi del rapporto di gestione tra la Sgr e il fondo, da considerarsi strumentale rispetto all’autonomia patrimoniale del fondo, assegnando all’annotazione del vincolo gestorio una funzione meramente integrativa dell’informazione principale costituita dalla trascrizione a favore del fondo dell’atto di apporto, senza alterarne il contenuto. La prassi operativa, dunque, aderendo all’impostazione elaborata dal Consiglio di Stato e dal ministero delle Finanze con i provvedimenti succitati, aveva tendenzialmente consolidato – con qualche minore disomogeneità registrata dalle Conservatorie sul territorio nazionale – la regola della doppia formalità, nel senso di trascrivere gli atti di apporto di beni immobili a favore (o contro) i fondi comuni, con successiva annotazione del rapporto gestorio a favore della Sgr.

collettività dei partecipanti o nella società di gestione un soggetto giuridico al quale imputare la proprietà dei beni del fondo, ci si è determinati per la inutilità di tale ricerca in quanto è il fondo che deve essere qualificato come soggetto di diritto non personificato. A fronte del mancato riconoscimento formale al fondo di una propria personalità giuridica, si è sostenuto che, ciò nonostante, la disciplina lo ha reso titolare delle obbligazioni attive e passive sorgenti in seguito alla sua gestione, arguendo da ciò che esso sia in ogni modo un soggetto e, quindi, essendo un patrimonio, si è ritenuto di poterlo considerare titolare di sé stesso. Logico corollario di questa impostazione era quello di ritenere i fondi medesimi titolari – per così dire – in prima persona di diritti e rapporti giuridici, con ogni conseguente effetto sulla regolamentazione delle relative attività, ivi compresi gli adempimenti di pubblicità immobiliare, da effettuare direttamente in capo ai fondi. Il riconoscimento in capo ai fondi di una vera e propria soggettività giuridica partiva dall'assimilazione dei medesimi alla fondazione, sia pure non riconosciuta in quanto appunto priva di personalità giuridica<sup>210</sup>, ovvero a un'associazione, parimenti non riconosciuta, che si costituirebbe automaticamente fra i partecipanti<sup>211</sup>. Le due proposte ricostruttive si differenziano quanto al momento di origine del soggetto postulato, in quanto la fondazione non riconosciuta nascerebbe con la deliberazione istitutiva del fondo, che per legge non ha bisogno di approvazione, mentre l'associazione non riconosciuta originerebbe dall'adesione di una pluralità di partecipanti al contratto con la società di gestione<sup>212</sup>. Il merito di questa teoria è, all'evidenza, metodologico, in quanto si è superato il dualismo partecipanti/Sgr non schivando, peraltro, l'idea del fondo come soggetto a sé stante da cui ricavare la natura intersoggettiva del rapporto fondo-Sgr, dando consistenza giuridica alla regola del mandato o della rappresentanza richiamata nella disciplina del t.u.f.

Infatti, nonostante le numerose obiezioni mosse alle due soluzioni, peraltro in parte analoghe, non si possono sottacere gli spunti rinvenibili nella normativa primaria e secondaria che disciplina i fondi comuni a favore della sostenuta soggettività. Ne è un esempio l'autonomia rafforzata rinvenibile nei fondi immobiliari; la scelta perifrastica,

---

<sup>210</sup> Alternativa suggerita da COSTI R., *La struttura dei fondi comuni*, cit., 300 ss. e argomentata *amplius* da CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, cit., 94 ss. Sul tema generale della fondazione non riconosciuta v. GRECO F., *Le fondazioni non riconosciute*, Milano, 1980.

<sup>211</sup> Per questa tesi, v. NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., 87 ss. e spec. 92 ss. nonché MANZOLINI R., *Appunti sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di Geraci e Jaeger, Milano, 1970, 139 ss.

<sup>212</sup> LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 187.



effettuata dal legislatore, di autoreferenzialità quanto al patrimonio e alle posizioni attive e passive del fondo<sup>213</sup>; la presenza di un organo, quale l'Assemblea dei partecipanti nei fondi chiusi (diversi dai FIA riservati), munito di poteri incisivi<sup>214</sup>.

Del resto, con riguardo alla proposta costruttiva in termini di fondazione, l'ipotesi di un istituto a struttura fondazionale potrebbe spiegare la ragione per cui i partecipanti non possono esercitare alcuna ingerenza nell'amministrazione del patrimonio nè sono legittimati ad apportare modificazioni all'atto costitutivo. La disciplina delle fondazioni può rappresentare, altresì, uno strumento interpretativo per comprendere la responsabilità della Sgr secondo le regole del mandato, alla luce dell'art. 18 c.c. per cui gli amministratori sono responsabili verso l'ente secondo le regole del mandato. Infine, si può evidenziare una (apparente) analogia tra il fondo e la fondazione rinvenibile, in primo luogo, nella prevalenza dell'elemento patrimoniale – ove si consideri che la fondazione si costituisce per destinare allo scopo stabilito dal fondatore un complesso di beni – e, in secondo luogo, nella comune natura di diritto privato (non rientrando nella categoria delle società).

Ciò nonostante, è evidente l'incongruenza sostanziale fra i due istituti, rilevabile non soltanto da un confronto sistematico delle rispettive discipline ma derivante anche dall'ampio dibattito circa l'ammissibilità delle fondazioni non riconosciute dal nostro ordinamento<sup>215</sup>. Infatti, mentre le fondazioni non hanno tra i loro scopi lo svolgimento di attività economiche, è innegabile che lo scopo esclusivo dei fondi comuni di investimento sia proprio quello di esercitare un'attività economica di intermediazione finanziaria finalizzata a valorizzare l'investimento, nell'interesse dei partecipanti. Pur ammettendo che i sottoscrittori di una fondazione non riconosciuta possano mirare ad

---

<sup>213</sup> Tali considerazioni erano sostenibili alla luce del previgente art. 36, co. 6, t.u.f. per il quale “per le obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune risponde esclusivamente con il suo patrimonio”. L'attuale disposizione, invece, stabilisce che “(...) delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo (...)”. Donde, la inutilità di ricercare nelle formulazioni ondivaghe del legislatore un appiglio normativo su cui fondare una qualsivoglia soluzione circa la titolarità del fondo comune di investimento senza il rischio di ricadere in apriorismi dogmatici. (vedi appunti per progetto fondo)

<sup>214</sup> L'art. 37, co. 3, t.u.f. devolve all'Assemblea dei partecipanti la facoltà di sostituire la SGR e la possibilità per i partecipanti al fondo di chiedere la convocazione dell'Assemblea.

<sup>215</sup> Il problema non ha ancora trovato una soluzione unitaria: una parte della dottrina infatti non è propensa a riconoscere l'esistenza di questo istituto in quanto non accetta la discussa questione della distinzione fra personalità e soggettività giuridica. Un'altra parte invece accetta l'esistenza di questa figura, ma non le riconosce una validità generale: essa, secondo l'opinione di questi autori, deve essere ricondotta entro precisi limiti e riferita alle ipotesi contemplate dall'art. 39 c.c. relativo ai comitati. Infine c'è una minoranza che ritiene tale figura meritevole di una generale validità, ma comunque avanza grossi dubbi in merito all'ammissibilità di una fondazione che abbia per oggetto esclusivo l'esercizio di un'attività d'impresa, tanto più se si tratta di una fondazione non riconosciuta.

ottenere un proprio vantaggio economico, non c'è dubbio che lo scopo del fondatore, secondo la nostra normativa, non può che essere altruistico, mentre è senz'altro evidente che lo schema dei fondi persegue scopi di lucro. Per giunta, è stato sottolineato come non avrebbe senso una fondazione che non gestisca i beni di cui è investita: infatti, la fondazione viene costituita per una gestione di beni in vista di uno scopo mentre nei fondi comuni gestore è la Sgr e la gestione è condotta, nell'interesse dei partecipanti, secondo il programma predisposto dalla medesima società<sup>216</sup>.

L'esistenza di un soggetto autonomo è stata altresì messa in discussione evidenziando l'assenza – a differenza delle fondazioni non riconosciute – in capo ai fondi di una struttura, seppur minima, di organizzazione autonoma rilevabile all'esterno che consente agli stessi di auto amministrarsi<sup>217</sup>, a cui la presenza di una strutturazione di persone e beni teleologicamente coordinati e facenti capo al fondo non può rappresentare una risposta decisiva. Così, non avrebbe senso postulare un'associazione che sia, semplicemente, luogo di confluenza di una comunione o addirittura coincidenza di interessi senza alcuna attività da parte dei pretesi associati né di organi di associazione.

Su quest'ultimo punto, tuttavia, anche alla luce delle innovazioni legislative che introducono nei fondi chiusi una organizzazione di gruppo dei sottoscrittori, non paiono del tutto sostenibili le argomentazioni che militavano contro la (negata) presenza di un'organizzazione, anche minima, là dove si consideri che, diversamente dalla disciplina delineata dalla legge istitutiva n. 77/1983, oggi si è al cospetto di un fenomeno di organizzazione che consente di identificare un "gruppo" di soggetti che si pongono portatori di un interesse collettivo e alla cui tutela sono preposti organi esponenziali e tenuto conto che il fondo comune di investimento, sia per previsione normativa che per prassi dei regolamenti di gestione, è generalmente dotato di due organi, seppure privi di rilevanza verso l'esterno, nei quali si forma la volontà dei relativi investitori (nei limiti a essi concessi dal principio di autonomia della società di gestione), ossia l'assemblea e il comitato consultivo<sup>218</sup>. Non si assiste più, allora, a una situazione di mera "coincidenza" bensì di "comunione" di interessi che dovrebbe

---

<sup>216</sup> Per queste (e altre) osservazioni critiche, v. LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 187.

<sup>217</sup> V. sul punto le critiche mosse da LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 186 s.s.

<sup>218</sup> Per un commento alla disciplina dell'assemblea dei partecipanti, e una più generale panoramica sui rapporti tra società di gestione e investitori, si veda DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011, 297 ss.

condurre, dunque, a una conclusione diversa da quella formulata sulla base di presupposti normativi all'evidenza oggi non più vigenti<sup>219</sup>.

Ciò nonostante, è innegabile che nelle intenzioni del legislatore (con la legge n. 77/1983 e poi con il t.u.f.) si sia voluto assegnare a questi organismi uno *status* di patrimoni distinti che non dispongono di un'organizzazione del tutto autonoma rispetto alla società di gestione che permetta loro di auto amministrarsi e di autodeterminarsi nelle scelte e nelle linee guida del proprio agire. A tal fine, sebbene l'introduzione dell'assemblea dei partecipanti al fondo e di una posizione dei partecipanti più incisiva nei fondi chiusi, che sembra riconoscere, implicitamente e in particolari circostanze, al fondo la capacità di agire e quindi una sostanziale soggettività nella particolare ipotesi in cui i partecipanti si riuniscono in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore (art. 37, co. 3, t.u.f.)<sup>220</sup>, è difficile sostenere che il fondo sia dotato di una struttura organizzativa che consenta di rapportarsi con i terzi senza l'intervento della Sgr<sup>221</sup>. Struttura, al contrario, ravvisabile nelle associazioni, nelle società di persone nonché nei fondi speciali per la previdenza e l'assistenza *ex art.* 2117 c.c.<sup>222</sup>. E' invocabile, a tal fine, la disposizione che preclude all'assemblea di deliberare sulle scelte di investimento del fondo, lasciando così il gestore slegato dalle scelte del disponente. Una tale previsione, dunque, non basta di per sé a configurare una soggettività giuridica del fondo, derivandone che i partecipanti al fondo riuniti in assemblea non si discostano da un gruppo (classe) di titolari di diritti omogenei nei confronti della Sgr, analogamente agli obbligazionisti o a particolari categorie di soggetti portatori di interessi omogenei (assemblee speciali di azionisti *ex art.* 2376 c.c. o di portatori di strumenti finanziari partecipativi *ex artt.* 2346, co. 6, e 2349, co. 2,

---

<sup>219</sup> Tali considerazioni sono mutuabili con riguardo al regime di responsabilità del gestore. Infatti, la legge n. 77/1983 prevedeva una responsabilità collettiva ora soppressa, criticata sulla base della (allora condivisibile) considerazione che, trovandosi in presenza di una situazione non identificabile con il fenomeno organizzativo, diversamente da quanto avviene in ambito di società, nei fondi non era giustificabile la subordinazione dell'interesse individuale a quello collettivo, non ravvisandosi l'interesse "di gruppo" bensì solo quello individuale dell'investitore. In argomento v. TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit., 80 ss.; MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I, 184; GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989, 172.

<sup>220</sup> Nuovi spunti di riflessione sono, tuttavia, offerti dalla sentenza del Trib. Milano, 2 luglio 2013 che, seppur confermando l'orientamento maggioritario, sembra riconoscere al fondo una implicita soggettività nella particolare ipotesi in cui i partecipanti si riuniscono in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore (art. 37, co. 3, t.u.f.).

<sup>221</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010 n. 16605, cit.

<sup>222</sup> Cass. civ., sez. lav., 17 maggio 2003 n. 7755, ove si riconosce la qualifica di centri di imputazione di rapporti giuridici anche in assenza del riconoscimento della personalità giuridica

c.c.), che, nella veste di organizzazioni prive di soggettività giuridica e, comunque, prive di rilevanza esterna, possono, attraverso le assemblee separate di cui dispongono, far valere i loro punti di vista sulle scelte degli organi sociali. Ciò premesso, si potrebbe sostenere che la invocata struttura organizzativa potrebbe essere rappresentata dagli organi della società gerente<sup>223</sup>, qualificabile alla stregua non di un soggetto distinto bensì, semplicemente, di un organo del soggetto “fondo”, del tutto priva di una propria personalità giuridica. In quest’ottica essa sarebbe solo l’amministratore della fondazione, non un’impresa commerciale che esercita un’attività economica. Il disposto dell’art. 34, co. 1, t.u.f., (e, ancor prima, l’art.1 della legge istitutiva dei fondi comuni) smentisce decisamente quest’ipotesi allorquando precisa che gli enti di gestione devono essere delle società per azioni, aventi uno specifico capitale e, come oggetto, la gestione di uno o più fondi. Questa considerazione è suffragata dal fatto che essa non è sottoposta a limitazioni del potere di rappresentanza, in quanto, essendo un oggetto autonomo e non solo un organo, gode pienamente dei diritti che le vengono attribuiti dalla legge e che non possono venir limitati dal fondo.

Tale riflessione evidenzia come un fondo comune di investimento, pur godendo di autonomia patrimoniale secondo la normativa speciale che lo regola, non sia in grado di esercitarla autonomamente ma necessiti di un altro soggetto che operi in sua vece spinto, peraltro, non da fini altruistici bensì di lucro. Del resto, pur volendo considerare imprenditore il fondo secondo la tesi della “soggettività”, non si può tuttavia contestare la medesima qualifica alla Sgr che, appunto, trova nell’esercizio di tale attività la ragione della propria esistenza. Voler negare la diversità di fini che giustificano lo scopo della fondazione e della Sgr (altruistico e di lucro, rispettivamente) significherebbe travisare il significato che le fondazioni rivestono nel nostro ordinamento, tentando di ricondurle a figure giuridiche, quali le *Anstalten*<sup>224</sup>, che a esso sono estranee.

La riconducibilità dell’istituto dei fondi allo schema giuridico della fondazione è contestabile anche considerando la disciplina della responsabilità degli amministratori. Infatti, l’art. 25, ult. comma, c.c. relativo alle fondazioni dispone che le azioni contro gli amministratori devono essere autorizzate dall’autorità governativa e sono esercitate dal commissario straordinario, dai liquidatori o dai nuovi amministratori. Il regime di

---

<sup>223</sup> Lo ammette, invece, JAEGER P. G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, cit., 23, per il quale «sarebbe sempre lecito dire che il soggetto-fondo si serve dell’organizzazione di un altro e diverso soggetto».

<sup>224</sup> LUZZATO R., *L’Anstalt e l’ordinamento giuridico italiano*, in *Giur. comm.*, 1976, 56.

responsabilità con riguardo ai fondi comuni è diverso, in quanto è prevista una responsabilità del gestore, emblematicamente declinata al plurale dall'art. 36, comma 3, t.u.f. al fine di includervi il novero di tutte le violazioni dei doveri nei confronti del singolo sottoscrittore, da questo azionabile su base individuale e *pro quota* nel caso in cui lamenti un danno risarcibile al patrimonio del fondo e al proprio patrimonio personale, improntata alle regole riferibili al mandato e rientrante, dunque, nell'alveo del diritto comune.<sup>225</sup> A tal fine, è esemplificativo il fatto che la responsabilità della Sgr *ex art. 36, co. 3, t.u.f.* sussiste nei riguardi dei partecipanti al fondo e non nei confronti del fondo medesimo, come ci si sarebbe potuto aspettare se a quest'ultimo il legislatore avesse voluto attribuire una soggettività sua propria.

Infine, non si può non evidenziare come la teoria dell'ente fondazionale a cui ricondurre l'istituto dei fondi non può essere accreditata anche in base all'osservazione che nelle fondazioni è previsto che il conferimento dei beni per raggiungere un particolare fine, indicato dall'atto costitutivo, deve avere carattere necessariamente permanente mentre nei fondi tale carattere di permanenza è del tutto assente in quanto il patrimonio varia quotidianamente (per effetto dell'entrata e dell'uscita dei sottoscrittori)<sup>226</sup>. Pur presentando alcuni spunti validi, dalle considerazioni sopraesposte si deduce l'insanabile contrasto con l'ordinamento interno della tesi dell'ente fondazionale<sup>227</sup> che presuppone, dunque, l'ipotesi (assai controversa) della configurabilità di una

---

<sup>225</sup> L'evoluzione della legislazione in tema di responsabilità della Sgr è caratterizzata da un progressivo depotenziamento attraverso l'eliminazione di ipotesi specifiche di responsabilità e dell'azione commissariale di responsabilità contro gli amministratori. In argomento v. BORGIOI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, 904 ss.; TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit. 83.; MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, cit., 184; GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., 172. Per una disamina della responsabilità della Sgr nella prospettiva della tutela del "consumatore", cfr. *Codice del consumo e norme collegate*, CUFFARO V. (a cura di), Milano, 2008, 938 s. Si deve osservare come negli ordinamenti continentali la tutela dell'investitore si sostanzia soprattutto nell'azione di responsabilità contro gli esponenti della Sgr diversamente dal diritto di *common law* ove la tutela dell'investitore nei confronti del gestore dei fondi comuni immobiliari è più ampia. In tali ordinamenti, infatti, si assiste a una protezione a "doppio binario" consistente nella preventiva "difesa avanzata" contro i conflitti di interesse (i.e. *chinese walls*) e in una tutela successiva quando il contratto con la Sgr è ormai concluso. In quest'ultimo caso, si giunge ad imporre un *constructive trust* a scapito di *remote third parties* in modo da ottenere una reintegrazione delle prerogative del beneficiario sul piano della *property* e non solo su quello risarcitorio. Sul punto, v. BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Società*, 2011, 46 ss.

<sup>226</sup> Manca inoltre, rispetto alle fondazioni, la rinuncia definitiva del sottoscrittore a una parte del proprio patrimonio in vista del perseguimento di uno scopo.

<sup>227</sup> Così COSTI R., *La struttura*, cit.

fondazione non riconosciuta<sup>228</sup>, che svolge esclusivamente attività d'impresa e che persegue un fine non altruistico<sup>229</sup> e della tesi dell'ente associativo atipico<sup>230</sup>, radicalmente al di fuori del nostro ordinamento<sup>231</sup>.

Tanto premesso, non appare contestabile la posizione di chi non ravvisa nel tessuto normativo elementi a supporto della soggettività della fondo e della "autoproprietà"<sup>232</sup> rilevando, in primo luogo, che l'impiego equivalente nel t.u.f. dei termini "autonomia", "distinzione", "separazione" per qualificare il fondo non offre alcuna indicazione vincolante a sostegno della tesi<sup>233</sup>. In secondo luogo, appare rilevante la constatazione che la legittimazione attiva a far valere i diritti del fondo sono in capo ai singoli partecipanti collettivamente o singolarmente e non al fondo e che la disciplina della *prorogatio* del mandato della Sgr revocata (o dimissionata), sino a che non vi sia stata approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza del nuovo gestore, dimostra come la titolarità formale dei beni non possa mai ritornare in capo ai partecipanti al fondo, anche a fronte di revoca del mandato gestorio<sup>234</sup>. Dall'evolversi del tessuto normativo, che disciplina la materia dei fondi, la giurisprudenza non ha ricavato elementi significativi che permettano di considerare i fondi autonomi centri di imputazione di rapporti giuridici, in quanto le norme del t.u.f. affidano alla Sgr l'attività di istituzione e gestione del fondo nonché, ai sensi dell'art. 57, comma 6-bis, t.u.f., la legittimazione a richiedere al Tribunale la liquidazione coatta amministrativa del fondo (unitamente a uno o più creditori). In generale, dalle disposizioni normative richiamate, può evincersi come sia un soggetto terzo a occuparsi di tutto ciò che concerne la vita di un fondo, anche al sopravvenire dei recenti interventi normativi che hanno interessato il Testo

---

<sup>228</sup> Ammette la fondazione non riconosciuta GALGANO F., *Sull'ammissibilità di una fondazione non riconosciuta*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, II, 172 ss; in senso contrario, però, la dottrina prevalente (TAMBURRINO G., *Persone giuridiche. Associazioni riconosciute. Comitati*, in *Giur. sist. civ. e comm.* diretta da Bigiavi, Torino, 1997).

<sup>229</sup> Cfr ad es. JAEGER P.G., *Sui fondi comuni*, cit., 1133; SAVI G.P., voce "Società finanziaria", cit., 726-727.

<sup>230</sup> NIGRO A, voce "Investment trust", cit.

<sup>231</sup> Cfr. SAVI G.P., voce "Società finanziaria", cit., 727, nt 4.

<sup>232</sup> Termine impiegato da LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, cit., 186.

<sup>233</sup> Cfr ad es. NTUK E., voce "Fondi comuni di investimento", cit., 344, il quale sofferma l'attenzione sul solo art. 1, 1° comma, lett. f), Tuf, affermando che "L'ansia definitoria che permea l'art. 1 del Decreto ha fatto sì che il Testo Unico si sbilanciasse a definire la natura dei fondi comuni di investimento. In argomento si deve ricordare come vi sia stato un grande dibattito, nel nostro Paese, circa la natura dei fondi comuni di investimento. Tra le varie teorie prospettate, alla fine si è affermata la nozione di patrimonio autonomo, in conformità alla terminologia utilizzata dal legislatore nell'art. 3 della legge 77/1983, come modificata dal D. Lgs.83/1992". Dello stesso avviso Cons. Stato, sez. III, 11/5/1999, in *Foro Amm.*, 2000, 2225 ss.,

<sup>234</sup> V. Trib. Milano, 29 marzo 2012.

unico della finanza, in recepimento della direttiva AIFM (Direttiva 2011/61/UE) e, in particolare l'art. 1, comma 1°, lett. j nonchè il “nuovo” art. 36 comma 4 che, riproponendo nella sostanza il precedente art. 36 comma 6, rafforza la lettura del fondo quale patrimonio autonomo e della Sgr nel ruolo di amministratore/gestore di esso (“delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo”).

Questi aspetti non sono sfuggiti alla giurisprudenza che, nell'affrontare la questione relativa alla natura giuridica del fondo, ha stimato la tesi della soggettività giuridica come «un'inutile complicazione»<sup>235</sup>. Del resto, lungi dal rappresentare un mero dibattito teorico, il “problema” dell'inquadramento dogmatico del fondo e l'adesione a tale orientamento non è privo di risvolti pratici, sol che si consideri la (mal interpretata) questione della possibilità per i creditori dei partecipanti e della società di gestione di aggredire in via esecutiva i beni costituenti il fondo e il problema della trascrizione.

Tra l'altro, evidenziando che il fondo rimane comunque destinatario diretto di effetti giuridici, indipendentemente se a compierli è o non è il soggetto incaricato della gestione<sup>236</sup>, la diretta conseguenza di non qualificare il fondo come soggetto di diritto è l'impossibilità di attribuire a esso la titolarità di posizioni sostanziali e processuali, riservate a chi ha invece autonomia giuridica (come il gestore/Sgr).

In particolare, le questioni relative alla titolarità del fondo si intrecciano con quelle inerenti alla sorte dei poteri gestori a seguito dell'instaurarsi della procedura di liquidazione coatta amministrativa della Sgr. In tal caso, attribuire al fondo la natura di autonomo soggetto di diritto porterebbe a risolvere eventuali risvolti problematici che derivano in tema di legittimazione ad agire in giudizio nonché ad assumere la posizione di socio di altre società e, per effetto, a partecipare alle relative assemblee nel senso di attribuire al fondo e non alla Sgr la titolarità di tali posizioni<sup>237</sup>.

---

<sup>235</sup> Così, Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit. V. altresì, la giurisprudenza sviluppatasi in seguito all'arresto della Suprema Corte, citata in nota 159 e 161, tra cui il recente Trib. Roma, 20 maggio 2014, n. 11384 che non si discosta dal consolidato indirizzo tracciato dalla Cassazione, con la nota sentenza n. 16605 del 15 luglio 2010, confermando dunque il principio che il “fondo è privo di personalità giuridica”.

<sup>236</sup> Cfr. SCANO A. D., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 1133.

<sup>237</sup> V. App. Venezia, decr. 1° marzo 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2012, 818 ss. Nel caso affrontato dalla Corte, una Sgr, socio unico di una Srl, veniva sottoposta alla procedura di amministrazione straordinaria e successivamente veniva posta in liquidazione coatta amministrativa. A seguito dell'apertura della procedura di liquidazione, la Srl impediva agli organi della procedura di partecipare alle assemblee sociali, ritenendo che la Sgr difettesse della posizione giuridica di soggetto deputato all'amministrazione degli interessi del fondo. I commissari liquidatori della Sgr chiedevano e ottenevano

### 3. Insufficienza degli schemi dominicali nella gestione collettiva del risparmio

Alla luce delle teorie *ut supra* delineate e dei tratti essenziali che caratterizzano il rapporto fondi-Sgr nel contesto specifico della disciplina di settore, la relazione che si instaura nei confronti dei beni facenti parte dei fondi non si presta a essere agevolmente ricompresa nei tradizionali schemi dominicali.

È innegabile, infatti, che in base alla disciplina di settore appena esposta, le facoltà essenziali che ineriscono al diritto di proprietà riferito ai beni facenti parte del fondo si strutturano secondo archetipi non riconducibili al tradizionale inquadramento in termini di diritto soggettivo facente capo a un soggetto. Si è visto, in primo luogo, come la facoltà di *gestione* spetta alla Sgr istituttrice o a altra Sgr che può subentrare nella gestione, ed è caratterizzata dall'assenza di libertà nei fini essendo vincolata al perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo, soggetta al vaglio di legittimità del depositario e volta a garantire la completa separazione patrimoniale del fondo. È stato emblematicamente sostenuto che la gestione può configurarsi in termini di “ufficio” e che il gestore sia titolare di una “funzione”<sup>238</sup>.

Ne deriva che nell'esercizio della gestione il potere di *disposizione* è, in quanto tale, parimenti assoggettato agli stessi limiti, con attribuzione del corrispettivo dell'atto di disposizione non al soggetto che ha il potere di porlo in essere, bensì al fondo, in virtù della prevista segregazione patrimoniale. In secondo luogo, si è evidenziato come i partecipanti al fondo, nell'interesse dei quali l'attività deve essere svolta, fruiscono del

---

dal Trib. di Rovigo (Trib. Rovigo, sez. dist. Adria, ord. 21 ottobre 2010) nei confronti della Srl il decreto *ex art. 2485, 2° co., c.c.*, diretto ad accertare lo scioglimento della società in ragione dell'impossibilità di funzionamento dell'assemblea. La Srl proponeva reclamo avverso tale decreto deducendo l'assenza di legittimazione in capo ai commissari liquidatori della Sgr a richiedere l'accertamento dello scioglimento della società. La Corte di Appello rigetta il reclamo, riconoscendo la legittimazione attiva dei commissari liquidatori ad agire in giudizio e a partecipare alle assemblee societarie. A ben vedere, la Corte segue l'arresto della Cassazione 15 luglio 2010, n. 16605 nonché l'opzione interpretativa della Banca d'Italia, resa con nota del 1° settembre 2010. In particolare, secondo la Banca d'Italia deve escludersi che il quadro normativo in materia permetta di attribuire all'autonomia caratterizzante i fondi sotto il profilo patrimoniale un significato tale da configurare gli stessi come autonomi soggetti di diritto, legati alla Sgr da una relazione contrattuale. «La Sgr, infatti, agisce non già in forza di un vincolo contrattuale bensì in virtù di una relazione endosoggettiva, quale unico soggetto deputato al compimento di atti per conto di un patrimonio separato – il fondo – che, altrimenti, risulterebbe privo di un titolare. Tale ricostruzione porta a concludere che il rapporto tra Sgr e fondo non venga reciso dal provvedimento di liquidazione coatta della Sgr.»

<sup>238</sup> Ritiene che la società di gestione sia titolare di una “funzione” JAEGER P.G., *Sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, 1142 ss.



*godimento* dei beni e dell'appropriazione dei relativi frutti, secondo le modalità organizzative previste nel regolamento.

Infine, dal punto di vista della *responsabilità patrimoniale* si verifica un'assoluta e perfetta separazione ai sensi art. 36, comma 4, t.u.f.: infatti, i beni facenti parte del fondo sono destinati a soddisfare unicamente le obbligazioni contratte per conto del fondo stesso, mentre non sono ammesse pretese da parte dei creditori della Sgr, né di quelli del depositario o del *sub* depositario, né di quelli dei singoli investitori, ammesse solo sulle quote di partecipazione dei medesimi. Neppure sembra ipotizzabile una responsabilità sussidiaria della Sgr nei confronti delle obbligazioni del fondo, secondo la chiara formulazione del testo normativo<sup>239</sup>.

Sul punto, è stato criticamente messo in rilievo che la qualificazione della posizione giuridica della Sgr come proprietaria del fondo rappresenta una distorsione del concetto comunemente accolto di proprietà, che trova la propria ragione nella diversità di situazioni di interessi nelle quali si collocano, rispettivamente, il proprietario in quanto tale e la Sgr<sup>240</sup>.

Sulla base del quadro delineato, pare ardito configurare un diritto unitariamente inteso esercitabile sui beni facenti parte del fondo e qualificarlo in termini di proprietà<sup>241</sup> o di "titolarità" (sebbene "formale") e riconoscere, peraltro, in capo al gestore il soggetto titolare di funzioni riconducibili allo schema proprietario. Convincimento rafforzato dal

---

<sup>239</sup> L'art. 36, comma 4, dispone che "(...) delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo (...). La formulazione attuale ha fugato i dubbi interpretativi sorti allorché, all'interno del previgente comma 6 dell'art. 36 t.u.f. vennero inserite, ad opera del d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito in l. 30 luglio 2010, n. 122, le parole: "delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio". Si sosteneva, a ragione, che nel suo significato letterale tale disposizione risultava priva di valore precettivo, perché il fondo stesso non dispone di altro patrimonio se non del proprio e che, allora, per trasfondere nel testo le intenzioni del legislatore – che attuava, quindi, un'inconsapevole ipallage – si sarebbe dovuto invertire l'ordine delle parole, così da affermare che "delle obbligazioni contratte per suo conto *risponde esclusivamente* il fondo" (e non altri, cioè la Sgr). Questa lettura, preferibile alla luce di un criterio di interpretazione utile, in ossequio al principio di conservazione della norma giuridica, veniva suggerita già prima della innovazione legislativa di cui all'art. 36 t.u.f. V. infatti in tal senso FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, cit., 757, nota (6).

<sup>240</sup> COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, cit., 192 s.

<sup>241</sup> Sottolineano l'impossibilità di "riportare la situazione della società di gestione al modulo dell'art. 832 c.c." COSTI R., *La struttura dei fondi di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, 297; nello stesso senso, FERRI JR G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 33 ss.; FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, 751 ss.

fatto che la Sgr che istituisce il fondo può non essere quella che effettivamente lo gestisce, in quanto la gestione può essere delegata ad altra società. A tal fine, il Regolamento 19 gennaio 2015 della Banca d'Italia specifica che le ipotesi di sostituzione del gestore e le procedure da seguire sono definite dal regolamento del fondo in modo da evitare soluzioni di continuità nello svolgimento<sup>242</sup>.

Dunque, seguendo la tesi della recente giurisprudenza<sup>243</sup>, che ricostruisce il fenomeno in termini di “proprietà formale” degli immobili del fondo in capo alla Sgr che istituisce il fondo, quest'ultima potrebbe in definitiva risultare privata di ogni potere di gestione oltre a perdere ogni legame con gli immobili stessi.

Tuttavia, alla questione si potrebbe apparentemente obiettare che il mutamento del gestore non sortisce effetti traslativi e non ha conseguenze sul piano della titolarità dei beni, essendo configurabile, piuttosto, secondo la ricostruzione prevalente<sup>244</sup>, una modificazione del mandato. Infatti, il mero mutamento del gestore non può essere ritenuto fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi e di conseguenza risulta contraddittorio affermare che la proprietà dei fondi sarebbe in capo alla Sgr ove una modificazione del soggetto apparentemente proprietario non sia fenomeno idoneo a determinare un mutamento di titolarità<sup>245</sup>. Da ultimo, come già osservato, pare opportuno rilevare come sia ormai superata la ricostruzione in base alla quale sarebbe ravvisabile una comproprietà dei partecipanti al fondo sui beni dello stesso non risultando, infatti, ravvisabile un diritto *sul* patrimonio, ma solo *in relazione* al patrimonio. Muovendo da un simile punto di partenza, non si ha difficoltà ad ammettere che la (ormai) risalente riflessione sulla imputazione del fondo non può ridursi nella configurazione della relazione partecipanti-fondo in termini di comproprietà ovvero di credito<sup>246</sup>. Superato l' “equivoco” e scrollandosi di dosso atteggiamenti di dipendenza

---

<sup>242</sup> V. Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, titolo V, cap. I, sez. 4, 4.1.1.

<sup>243</sup> Cass. 16605/2010, cit.

<sup>244</sup> CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, Vol. 16, I, II ed., Milano, 2008, 32; LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998, 1121 ss.; MIOLA M., *La gestione collettiva nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2001, I, 312.

<sup>245</sup> Per tutti, FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, 756.

<sup>246</sup> Ribadisce che i partecipanti “non sono comproprietari del fondo” FERRO-LUZZI P. (*op. cit.*, 756, nota n. 5), citando la posizione di COSTI R. (da ultimo in *Il mercato mobiliare*, cit., 204 ss.), del quale dichiara di non condividere la tesi secondo la quale i partecipanti al fondo sarebbero “titolari esclusivamente di un diritto di credito nei confronti della società di gestione”. Sembra, invero, che in questo caso il riferimento al “diritto di credito” sia stato effettuato dall'A. in senso lato, in ragione della posizione di soggezione in cui essi si trovano rispetto alle scelte gestorie della società di gestione. Nello stesso testo, infatti, si fa riferimento alla posizione dei partecipanti evidenziando che si tratta di un “rapporto di partecipazione” e

psicologica dalla logica (totalizzante) dominicale, occorre prendere atto che i (complessi) rapporti e le vicende giuridiche a sfondo gestorio, piuttosto che sostanzarsi nel tradizionale schema del diritto di proprietà, devono essere interpretati e ricostruiti adottando una percezione del fenomeno in termini di (congenita) partecipazione a un investimento collettivo, in cui il regime di separazione, previsto espressamente dalla normativa di settore, assolve a una *funzione* di tutela della destinazione del risparmio gestito.

#### **4. La qualificazione giuridica del fondo nella prospettiva della separazione patrimoniale e quale “oggetto” di diritto**

Forse più aderente alle origini storiche è la teoria del fondo come patrimonio senza soggetto, proprietà di nessuno<sup>247</sup>. In realtà, quel che emerge in modo evidente dal dibattito sopra sommariamente descritto è la difficoltà del giurista “continentale” di concepire un patrimonio che non sia la “proiezione” di un soggetto, al quale, dunque, riportarlo. Donde il suggerimento di un (più certo) atteggiamento “agnostico”<sup>248</sup>.

Questo aspetto, come evidenziato, è stato chiarito, in parte, dalla l. n. 77/1983, istitutiva dei fondi comuni di investimento aperti e, finalmente, dal Testo Unico, che ha in qualche modo avallato la visione di un patrimonio adespota.

Il punto fondamentale su cui s’impenna la qualificazione giuridica del fondo quale “oggetto” di diritto è la constatazione che il fondo, privo di personalità giuridica ma dotato di autonomia patrimoniale, è un “patrimonio separato” sul quale, a ben vedere, non gravano diritti di proprietà in senso tradizionale.

La qualificazione giuridica del fondo comune assume come dato di partenza il regime di separazione patrimoniale sancito dal legislatore, nell’ambito delle disposizioni afferenti i fondi comuni di investimento e gli Oicr. In questa prospettiva si coglie appieno la rilevanza della definizione in termini di patrimonio *autonomo, distinto* a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; raccolto, mediante una o più emissione di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di

---

che essa è configurabile in termini di “utilità-rischio”, in contrapposizione alla posizione di “potere” della società di gestione (COSTI R., *op. cit.*, 204 ss.).

<sup>247</sup> COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d’investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, cit. Sul punto cfr. soprattutto LENER R., *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, cit. 1050 ss.

<sup>248</sup> Cfr. LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., 142.

investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi. Per tale via, il rispetto dell'*autonomia* è garantito dalla distinzione dei patrimoni e dalla sua preminente *destinazione* allo scopo di investimento finanziario nonché dall'affidamento del patrimonio *distinto* a un depositario terzo. Partendo dall'assunto che i fondi comuni sono istituti giuridici che godono di autonomia patrimoniale; che i sottoscrittori non sono proprietari del patrimonio del fondo, sebbene esso sia costituito grazie ai loro conferimenti in denaro; che la società di gestione ha ampi poteri di amministrazione di tale patrimonio, ma non ne ha la facoltà di godimento e non ne è la proprietaria e che esercita un'attività d'impresa che si estrinseca nel perseguimento delle finalità istituzionali del fondo e che, a tale scopo, i suoi poteri sono *funzionalmente* vincolati al raggiungimento di un determinato fine sancito dalla legge, che viene perseguito affinché ne traggano beneficio dei terzi (i partecipanti) e non il soggetto a cui tale diritto sta in capo (la Sgr), si può affermare che la costituzione del fondo comune d'investimento fa sorgere un patrimonio separato qualificato dallo scopo cui è destinato. La società di gestione si pone, dunque, come titolare di una situazione giuridica reale il cui contenuto presenta elementi propri del diritto di proprietà ma da esso si differenzia per la presenza di un vincolo finalistico che non dà luogo a un diritto soggettivo o a una scissione tra titolarità "formale" e "sostanziale", bensì a una "funzione".

La configurazione della "titolarità funzionale", all'evidenza di carattere fiduciario, nasce dal tentativo di adattare un istituto giuridico, il *trust*, peculiare dell'ordinamento di *common law* a un sistema continentale di derivazione romanistica. Come evidenziato in precedenza, l'analogia più prossima con riguardo ai rapporti gestore-fondi è rinvenibile nella posizione del *trustee*, considerando l'origine storica dell'istituto dell'*investment trust* e gli scopi perseguiti dai legislatori europei nel tentativo di trapiantarne il modello.

La legittimità di tale (ardita) formulazione può, invero, suscitare il rilievo critico e (in apparenza) formalmente corretto per cui la "titolarità funzionale" di carattere preminentemente fiduciario non è configurabile alla stregua dell'ordinamento giuridico interno che si basa, senz'altro, sul carattere chiuso e tassativo dei diritti reali. Tuttavia, non si può non replicare che tale argomentazione prescinde dalla considerazione che rientra certamente tra le facoltà del legislatore la possibilità di adeguare il diritto alle

realtà che emergono nella società e di superare il predetto principio mediante una legislazione speciale introducendo, anche implicitamente, nuove figure di diritti reali.

Anche l'obiezione – non priva di fondamento dogmatico – basata sulla ritenuta impossibilità di configurare un patrimonio adespota può essere superata, considerando il diritto in un'ottica *dinamica* e non *statica*, cogliendo, in tal modo, l'opportunità di riconoscere che, in determinate ipotesi, il diritto ossificato nella legge non è in grado di fornire una rappresentazione giuridica del fenomeno aderente alla realtà. Né sembra che la mancanza di un diritto di proprietà, nella sua eccezione tradizionale, gravante sul patrimonio del fondo possa creare particolari problemi dottrinali con riferimento all'esigenza della certezza dei rapporti giuridici, considerando che la Sgr è *funzionalmente* titolare dei beni del fondo comune nelle relazioni giuridiche con i terzi. La dottrina più autorevole<sup>249</sup> è ampiamente concorde su questa tesi, riconoscendo nella titolarità del fondo una particolare forma di proprietà fiduciaria<sup>250</sup>.

Una prima conclusione che si può trarre è che appaiono, quindi, ragionevolmente incontrovertibili le caratteristiche di autonomia, segregazione e impermeabilità del patrimonio del fondo comune rispetto a quello della Sgr e degli investitori del fondo. Quest'ultimo, infatti, è dotato di autonomia patrimoniale bilaterale perfetta, tenuto conto che, analogamente a quanto avviene in tema di patrimoni destinati a uno specifico affare (artt. 2447 *bis* e ss. c.c.) , i creditori della società di gestione non possono aggredire il patrimonio del fondo, in deroga al principio di responsabilità patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c., né la Sgr può essere chiamata a rispondere con il proprio patrimonio nei confronti dei creditori del fondo per le obbligazioni contratte per conto e nell'interesse del fondo stesso, qualora il patrimonio di quest'ultimo sia insufficiente a soddisfare tali obbligazioni (salve, ovviamente, ipotesi di responsabilità per *mala*

---

<sup>249</sup> V. MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2012, 818 ss. Qualcosa di simile era già emerso circa i comitati (art. 39 e segg. c.c.) allorquando era stato rilevato che la titolarità formale, in capo ai gestori dei comitati, doveva essere concepita in riferimento al complesso dei beni del "fondo", che, pertanto, si connota come un "patrimonio fiduciario", con una specifica destinazione di scopo.

<sup>250</sup> Sull'ammissibilità di una proprietà fiduciaria, v. JAEGER P. G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, cit., che, rievocando la figura del fideicomiso nel quale si identifica un negozio fiduciario tipico, legislativamente previsto, traslativo del diritto di proprietà soggetto, tuttavia (sempre per espressa disposizione di legge), a limiti temporanei e di esercizio, supera qualsivoglia ostacolo per l'ammissibilità dell'esistenza di una proprietà fiduciaria. Peraltro, anche la dottrina di taluni ordinamenti giuridici latino-americani era ricorsa alla figura del fideicomiso, definibile come un "mandato irrevocabile" in forza del quale si giunge alla "costituzione di un patrimonio autonomo, con destinazione unitaria dei beni che lo compongono ad un determinato scopo".

*gestio*)<sup>251</sup>. Il principio della separazione del patrimonio del fondo rispetto a quello della Sgr sarebbe confermato anche dalla norma di cui all'art. 57, commi 1- 6, t.u.f. da cui si evince che qualora sia la Sgr a essere in crisi, la procedura di liquidazione coatta amministrativa della medesima non sempre incida sulla struttura e tenuta del fondo<sup>252</sup>. Nel quadro delineato, si assiste, dunque, a una creazione di patrimoni separati in *funzione*, in relazione agli scopi perseguiti<sup>253</sup>, creando così una frammentazione del patrimonio e del conseguente regime della responsabilità patrimoniale, localizzando la responsabilità di una certa massa di patrimonio a garanzia esclusiva di distinte classi di creditori<sup>254</sup>. Ciò senza dover necessariamente “scomodare” il concetto di proprietà in senso “sostanziale” attribuito alla posizione dei partecipanti al fondo o quello in senso “formale” conferito alla società di gestione.

In altri termini, il fenomeno economico del fondo comune di investimento e la – non sempre chiara – relativa disciplina giuridica non sono sempre sussumibili, automaticamente, in schemi e principi tradizionali del nostro sistema. Ciò, tuttavia, non vuol dire sancirne l'incompatibilità. Così ragionando, seguendo una (tentata) impostazione metodologica emancipata da pregiudiziali atteggiamenti di dipendenza ideologica dalla (“dispotica”) logica dominicale – senza l'arroganza di tradire i concetti e gli istituti del “sistema” – occorre prendere atto che i (complessi) rapporti e le vicende giuridiche a sfondo gestorio devono essere interpretati e “ricostruiti” adottando una percezione del fenomeno in termini di partecipazione a un investimento collettivo, alla luce delle sue peculiarità.

Si può schematicamente evidenziare che con il proprio “apporto” il partecipante, lungi dal trasferire la proprietà, il diritto soggettivo di proprietà sul bene apportato, “destina” al fondo comune un bene che, considerato nel suo valore *strumentale* allo svolgimento di un'attività di gestione diretta a un risultato nell'interesse dei partecipanti, non può essere utilizzato in alcun caso per il soddisfacimento di interessi diversi o riferibili alla

---

<sup>251</sup> Contrariamente a quanto affermato – sia pure *obiter dictum* – dalla Cassazione con sentenza n. 16605/2010, secondo la quale il patrimonio della SGR sarebbe aggredibile in caso di incapacienza del patrimonio del fondo. Alla luce dell'attuale formulazione dell'art. 36, comma 4, t.u.f., si può affermare che vi sia una separazione bilaterale perfetta del patrimonio della Sgr da quello dei fondi gestiti (e dal patrimonio di ciascun partecipante). Cfr. GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 1146.

<sup>252</sup> Cfr. Cass. civ., 17 ottobre 2012, n. 17812 e Cass. civ. 17 ottobre 2012, n. 17793, cit.

<sup>253</sup> V. BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012.

<sup>254</sup> SPADA P., *Persona giuridica e articolazioni del patrimoni: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 837 ss; SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, cit., 14 e 19.

Sgr nonché a terzi. A tal fine, la disciplina attribuisce alla società di gestione una “legittimazione” piena ed esclusiva ad agire nell’interesse dei partecipanti affinché il fondo realizzi le finalità per le quali è prevista la sua costituzione, con una palese “funzionalizzazione” della società di gestione che agisce, a ben vedere, “nella qualità”, “nella funzione” di gestore del fondo piuttosto che “per conto” o “in nome” dello stesso. In questa “ricostruzione”<sup>255</sup>, che si confronta con le caratteristiche fisiologiche ed essenziali del “fenomeno fondi”, il punto fondamentale su cui s’impenna la qualificazione giuridica del fondo quale “oggetto” di diritto è la constatazione che il fondo, privo di personalità giuridica ma dotato di autonomia patrimoniale, è un “patrimonio separato” sul quale, a ben vedere, non gravano diritti di proprietà in senso tradizionale e in cui la separazione – nonché l’autonomia – è destinata ad assolvere una particolare *funzione* economica e sociale sulla massa patrimoniale. Nei *fenomeni* in cui prevale il profilo dell’investimento e in cui la gestione è dinamica, essendo volta a incrementare il valore dell’investimento stesso, gli effetti della separazione patrimoniale non operano esclusivamente in *funzione* di tutela del perseguimento dell’interesse protetto e della destinazione del bene ma, soprattutto, come strumento per assicurare l’efficacia della gestione, indirettamente necessaria per la protezione del cliente nei confronti del gestore.

---

<sup>255</sup> Che si deve a FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento*, cit., 751 ss.

## CAPITOLO TERZO

### AUTONOMIA E SEPARAZIONE PATRIMONIALE: ASPETTI FUNZIONALI

#### SEZIONE I

*Sommario: 1. Questioni di metodo: l'autonomia e la separazione dei fondi alla luce delle peculiarità della disciplina di settore. L'abbandono del sistema a soggetto. – 2. La teoria del patrimonio: retrospettive storiche e prospettive funzionali. – 3. Il “problema” dei patrimoni separati.*

#### **1. Questioni di metodo: l'autonomia e la separazione dei fondi alla luce delle peculiarità della disciplina di settore. L'abbandono del sistema a soggetto**

Come cercato di evidenziare, le diverse tesi suesposte vanno lette alla luce delle peculiarità della disciplina dei mercati finanziari e del risparmio gestito, nonché nell'ottica delle diverse forme di separazione (funzionalmente considerate) e del concetto di autonomia. Al fine di testare il “presunto” collegamento tra i fondi e il principio della separazione patrimoniale, l'esame critico della fattispecie non può prescindere, sul piano del metodo, da un inquadramento sistematico alla luce delle ulteriori forme di separazione patrimoniale rinvenibili nell'ambito del diritto societario e dei mercati finanziari. Si ritiene, in definitiva, che in tale contesto una feconda chiave di lettura può essere rappresentata da un approccio che guarda alla *funzione* della separazione patrimoniale. Approccio che, se da una parte risulta idoneo ad acclarare le finalità a cui assolve il principio della separazione nelle diverse forme applicative rinvenibili nei settori esaminati, dall'altra deve necessariamente confrontarsi con le scelte e con la *ratio* della normativa speciale – anche nella prospettiva di riordino comunitaria –, a cui ogni valutazione giuridica o economica della struttura dei fondi in termini di patrimonio separato è ancorata. In particolare, considerata l'assenza, nel nostro ordinamento, di una figura generale di separazione patrimoniale – per lo più configurabile alla stregua di “fenomeno” e non di “istituto” – risulta necessario comparare giuridicamente le diverse ipotesi di patrimoni separati [ossia, in via esemplificativa, i patrimoni distinti della gestione collettiva (fondi comuni di investimento) e dei servizi di investimento e accessori, la cartolarizzazione dei crediti, la separazione dei patrimoni nelle società per azioni, *trust*, gli istituti di pagamento] alla



luce dell'ordinamento interno, evidentemente influenzato dall'esperienza di origine internazionale e dalla teoria giuridico-economica (soprattutto nordamericana).

La riflessione sulla natura giuridica del fenomeno in esame non può essere affrontata a valle, ossia sul piano degli esiti applicativi; più correttamente, sembra necessario individuare le premesse metodologiche che fondano le argomentazioni seguite dalle diverse teorie esaminate e verificarne l'impostazione.

In questo senso, sembrano meritevoli di attenzione alcuni aspetti dell'indagine tradizionale per un adeguato approfondimento. In primo luogo, la qualificazione della natura giuridica nella prospettiva del diritto di proprietà sembra avvalersi, come evidenziato, di alcuni principi metodologici derivanti dalla dogmatica pandettistica che per taluni versi sembrano guidati da apriorismo: si ritiene implicitamente, cioè, che il "sistema" sia impostato sulla centralità assorbente del diritto soggettivo e sulla corrispondenza biunivoca tra il riconoscimento di tale diritto e l'esistenza di un individuo, persona, soggetto di diritto che ne sia titolare<sup>256</sup>. Si identifica, quindi, un diritto soggettivo (la proprietà dei beni facenti parte del fondo) e se ne cerca il corrispondente titolare (individuandolo nella Sgr), espungendo così dal sistema la possibilità di individuare una possibile situazione di relazione tra i soggetti e le cose non in linea con tale ricostruzione. In secondo luogo, la nozione di "soggetto" implicitamente accolta (nella quale non vengono dunque ricompresi i fondi) sembra risentire degli orientamenti propri delle codificazioni di tipo continentale, che tendono a individuare quale premessa (ideo)logica una nozione astratta e onnicomprensiva di soggettività che si pone al vertice del "sistema" e in base alla quale verificare la possibilità di ricomprendere in essa le singole fattispecie concrete. E' chiaro che si tratta di un'impostazione espressione di valori morali, economici, ideologici e storici. Tuttavia, non si può non considerare che il fenomeno socio-economico

---

<sup>256</sup> L'adozione di una prospettiva individualistica, al cui centro si colloca il soggetto ed il diritto soggettivo, è propria delle visioni ottocentesche – ed in particolare di quella della pandettistica tedesca – per le quali la questione giuridica centrale è quella dell'appartenenza della ricchezza. Per l'inquadramento del dogmatismo ottocentesco ed il suo superamento restano fondamentali le opere di ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, e «Persona» e «persone giuridiche» nell'età moderna, rispettivamente del 1960 e del 1968 raccolte in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978, 113 ss. e 192 ss. e di FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Roma, 1970, che adottano una prospettiva mediana (normativo-obiettiva) tra le posizioni individualiste e quelle normativiste. Un'indagine storica sull'evoluzione da prospettive incentrate sul *soggetto* e sull'*appropriazione* della ricchezza a quelle incentrate sull'*impresa* e sulla *produzione* della ricchezza in ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario, in Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, 141 ss. Importanti approfondimenti in MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, 1 ss.

dell'investimento collettivo del risparmio deriva dall'importazione di modelli giuridici stranieri. Così, ad esempio, i principi dell'autonomia, della separazione e della destinazione riferiti al patrimonio sono *fenomeni* recenti nel nostro ordinamento, in cui la cui (limitata) portata giuridica risente di questo "trapianto" di derivazione principalmente anglosassone.

Così stando le cose, prendendo opportunamente le distanze dalla (non sempre necessaria) elevazione "a soggetto" del sistema ove identificare un diritto soggettivo di proprietà e, in connessione immediata, un soggetto titolare, all'interprete si dischiude la possibilità di un'analisi sempre più articolata delle varie situazioni e di una ricerca (non aprioristica) di soluzioni più pertinenti. Pur avvertendo il rischio che venga così trascurata (se non sacrificata) l'idea di "sistema", ne uscirà arricchita l'esperienza del giurista<sup>257</sup>.

Sulla premessa che (inevitabilmente) un *metodo* siffatto non deve sacrificare i principi che sottendono il nostro ordinamento, sembra preferibile procedere assumendo, come punto di partenza, l'analisi *funzionale* della disciplina prevista per le singole ipotesi di "separazione patrimoniale" anche al fine di chiarire in quale misura si debba o si possa parlare di "soggetti" e di verificare l'eventuale possibilità di raggruppare tali fattispecie in un'unica categoria giuridica.

Nella convinzione che il fondo comune di investimento debba essere oggetto di un percorso di "riqualificazione" alla luce delle peculiarità della sua disciplina, si accetta l'idea che possano darsi dei collegamenti di beni, i quali, per la loro destinazione, e soprattutto per la loro organizzazione in vista della destinazione, diventano termini indipendenti di rapporti giuridici, rifiutando, contestualmente, ogni esasperata contrapposizione tra il soggetto e l'oggetto del diritto.

---

<sup>257</sup> Sul punto non possono non essere ricordate le parole di ORESTANO R. (*«Persona» e «persone giuridiche» nell'età moderna*, cit., 271), secondo il quale "la moderna scienza giuridica e la stessa tecnica legislativa delle codificazioni di tipo europeo-continentale muovono, come premessa logica di ogni loro «sistema», della definizione preventiva e astratta dei «soggetti» del sistema stesso. Dopo di che, dal rientrare o meno in tale definizione, si fa conseguire l'ammissione o l'esclusione di una serie di «capacità» e di attribuzioni, concepite come «qualità» di chi è stato considerato «soggetto». Con ciò tocchiamo il punto di frattura tra le esperienze più antiche e l'esperienza moderna, perché quanto caratterizza le prime è proprio un modo di procedere completamente opposto, vale a dire l'assoluta mancanza di ogni definizione in astratto dei «soggetti di diritto» e di contro la determinazione in concreto di singoli aspetti della «capacità» e di singole attribuzioni in relazione a singole situazioni particolari, il più delle volte solo oggettivamente considerate. Un'analoga frattura mi sembra si stia determinando anche fra l'esperienza di stampo ottocentesco e l'esperienza contemporanea. Come si è visto, all'impiego di una nozione astratta e onnicomprensiva di persona giuridica si va ormai sostituendo – e felicemente – un'analisi sempre più articolata delle varie situazioni, alla quale si accompagna la ricerca delle soluzioni più pertinenti ad ognuna, fuor d'ogni apriorismo.

Pur riconoscendo il contributo apportato dalle teorie illustrate in precedenza, occorre sottolineare l'insufficienza metodologica di un approccio che pretenda di rinchiudere *situazioni giuridiche* che non fanno capo a una persona fisica, bensì a una pluralità di persone e a un complesso di beni, a una logica di sistema che esaurisce la problematica nei due termini estremi soggetto-oggetto di diritto visti in un rapporto di necessaria complementarità che, a ben vedere, non lascia scoperto alcun spazio o margine alcuno. All'evidenza, una così rigida classificazione, senza mediazioni o alternative, non riesce ad abbracciare tutti i modi di atteggiarsi di fenomeni giuridici nonché economico-sociali, i cui interessi, la loro composizione e disciplina, non può ridursi negli schemi elementari del sistema a "soggetto-diritto".

La disciplina dei fondi comuni di investimento e, più in generale, della gestione *collettiva* del risparmio ci avverte, in conclusione, della opportunità di non approdare, in ogni caso, alla logica e al processo "unificante" della soggettività intesa e costruita in via prioritaria sul piano dell'appartenenza, titolarità e, dunque, di imputazione di beni e di diritti, non sempre in grado di tradurre in termini giuridici tutti gli articolati aspetti presenti nella complessa quanto peculiare realtà di rapporti e di scopi sottostante ai fondi comuni di investimento.

Tale approccio, peraltro, trova conferma nelle intenzioni espresse dal legislatore, quando afferma: "Circa il rilievo sulla natura giuridica del fondo, va rilevato che trattasi di nuovo istituto, del quale l'autonomia patrimoniale costituisce caratteristica essenziale, come del resto affermato esplicitamente nel testo del provvedimento"<sup>258</sup>.

La riflessione giuridica su quale ruolo assolvere la soggettività nel sistema dell'imputazione giuridica del bene e della disciplina del suo utilizzo induce a verificare – a margine del "problema" su ciò che è il soggetto di diritto <sup>259</sup> – quale significato si attribuisca, nell'ambito del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, alla

---

<sup>258</sup> Relazione della 6<sup>a</sup> commissione permanente finanze e tesoro - Berlanda - sul disegno di legge n. 1609

<sup>259</sup> La constatazione iniziale e l'interrogativo è formulato da CARBONNIER J., *Sur les traces du non-sujet de droit*, in *Arch. phil. dr.*, 34 (1989), 197 ss. (cfr. anche ID, *Les choses inanimées ont-elles une âme?*, in *Anthropologies juridiques. Mélanges P. Braun*, Limoges, 1998, 135 ss.); cfr., altresì, SANTORO-PASSARELLI F., *L'impresa nel sistema del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, I, 376 ss., ed ora in *Saggi di diritto civile*, vol. II, Napoli, 1961, 945 ss.; con riguardo alla distinzione tra oggetto e soggetto di diritto, v. RESCIGNO P., *Disciplina dei beni e situazioni della persona*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 5-6 (1976-7), II, 861 ss.. Per quanto concerne la soggettività si v. soprattutto LIPARI N., *Spunti problematici in tema di soggettività*, in *La civilistica italiana dagli anni '50 ad oggi tra crisi dogmatica e riforme legislative* (Venezia 23-26 giugno 1988), Padova, 1991, 55 ss.

nozione di “autonomia” e, ancora prima, nel sistema privatistico, al (super)concetto di patrimonio<sup>260</sup>.

## **2. La teoria del patrimonio: retrospettive storiche e prospettive funzionali.**

Nella disciplina dei fondi comuni di investimento, la normativa – dopo aver definito il fondo comune come «patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti» – pone in luce la «distinzione» del patrimonio del fondo comune dal patrimonio della società di gestione e da ogni altro patrimonio gestito dalla stessa nonché da quello dei singoli partecipanti. Ciò, tuttavia, senza stabilire i caratteri «costitutivi» dell’asserita autonomia patrimoniale, precisando soltanto che, dal punto di vista della responsabilità patrimoniale, il fondo è sottratto alle azioni esecutive dei creditori della società gerente, del depositario o del *sub*-depositario o nel loro interesse e che l’oggetto dell’azione esecutiva dei creditori dei singoli partecipanti è limitata alla quota di partecipazione dei medesimi.

Il profilo della responsabilità e della garanzia patrimoniale, a ben vedere, caratterizza a tal punto il concetto di patrimonio da rappresentarne un momento indefettibile, in una prospettiva che non tenda (sol)tanto a stabilire se nel fondo comune possa individuarsi un patrimonio *autonomo* e *distinto*, quanto a statuire la nozione di *patrimonio* che la legge presuppone nel definire il fondo comune, appunto, come un patrimonio *distinto*. A tal fine, infatti, il t.u.f. contiene chiari indici rivelatori della compresenza dell’autonomia e della separazione che connotano il patrimonio del fondo (costituito mediante l’apporto di una pluralità di investitori) ove il vincolo di destinazione, ragionevolmente ravvisabile sui beni affidati in gestione alla Sgr, verrebbe impresso su un pluralità di rapporti attivi-passivi inerenti a più soggetti<sup>261</sup>.

Pertanto, alla luce dell’attuale formulazione dell’art. 36, comma 4, t.u.f., si ritiene che il fondo comune di investimento si caratterizzi per la sua autonomia patrimoniale perfetta nonché da incontrovertibili caratteristiche di segregazione e impermeabilità rispetto al

---

<sup>260</sup> Inteso come *Oberbegriff* di elaborazione prettamente dottrinale. Sul valore “necessario” dell’unità/unicità del patrimonio quale principio generale v. ALPA G., *I principi generali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da G. Iudica e P. Zatti, Milano, 1993, 286 ss.; e segnatamente v. GAMBARO A., *Segregazione e unità del patrimonio*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, 155 ss.; in termini generali cfr. TRIMARCHI V.M., voce « Patrimonio (nozione generale) », in *Enc. del dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, 271 ss. Diffusamente VAN GYSEL A.-C., *Les masses de liquidation en droit privé*, cit., 15 ss.

<sup>261</sup> Diversamente dall’ipotesi della gestione (individuale) di portafogli ove, invece, la destinazione opererebbe nei confronti dei beni di un unico soggetto.

patrimonio della società di gestione del risparmio e degli investitori del fondo<sup>262</sup>, tenuto conto che i creditori della Sgr non possono aggredire il patrimonio del fondo, in deroga al principio di responsabilità patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c.<sup>263</sup>, né, contrariamente a quanto affermato – sia pure *obiter dictum* – dalla giurisprudenza di legittimità<sup>264</sup>, la Sgr può essere chiamata a rispondere con il proprio patrimonio nei confronti dei creditori del fondo per le obbligazioni contratte per conto e nell'interesse del fondo stesso, qualora il patrimonio di quest'ultimo sia insufficiente a soddisfare tali obbligazioni.

A fronte della formula “patrimonio distinto” o “autonomo” utilizzato dal legislatore nelle varie leggi succedutesi in materia di fondi comuni di investimento, caratterizzate tutte dalla mancanza di indicazioni circa la titolarità dei fondi, parte della dottrina ha fatto ricorso alla nozione di patrimonio separato<sup>265</sup> o di destinazione, ipotizzando altresì il trasferimento della proprietà in capo alla società di gestione e la separazione del fondo rispetto al restante patrimonio della società<sup>266</sup>. Nondimeno, l'ambigua formula onnicomprensiva di patrimonio di destinazione separato e autonomo utilizzato, indistintamente, proprio nella disciplina dei fondi ha posto l'ulteriore problema per l'interprete di delimitare il significato delle categorie giuridiche utilizzate in maniera non rigorosa dal legislatore. A tal fine, nell'approccio al *problema* della natura giuridica del fondo, non si può non considerare l'incidenza sistematica che ha avuto lo stesso concetto di patrimonio e la sottesa stratificazione speculativa che accompagna

---

<sup>262</sup> Analogamente a quanto avviene in tema di patrimoni destinati a uno specifico affare (*ex artt. 2447 bis e ss. c.c.*).

<sup>263</sup> BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996; ID., *Atto negoziale di destinazione e separazione* (Relazione al Convegno, *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Firenze, 28 ottobre 2005), in *Riv. dir. civ.*, 207, fasc. 2, 197 e ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 545; SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, 48 e ss.; CAVALLARO G., *Finanziamenti destinati a uno specifico affare*, in *Fall.*, 2009, 501; GABRIELE P., *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.* 2010, 593.

<sup>264</sup> Cfr. Cass. civ., 15 luglio 2010, n. 16605, cit.

<sup>265</sup> Cfr. LIBONATI B., *Commento alla legge n. 77/1983 sub art. 12*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984.

<sup>266</sup> RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, cit., 85-90 il quale afferma la titolarità del fondo in capo alla società di gestione sotto forma di proprietà fiduciaria, intesa come fenomeno indipendente ed autonomo rispetto alla problematica dell'ammissibilità nel nostro ordinamento del negozio fiduciario; l'A., pur riconoscendo la titolarità in capo alla società di gestione, rileva la preminenza della disciplina relativa all'indipendenza del fondo, che si pone a prescindere dall'imputazione ad un titolare. GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, vol. III, tomo II, cit. 146 qualifica il fondo quale patrimonio separato dal patrimonio del gestore.

l'autonomia e la separazione<sup>267</sup>, formatasi all'ombra del (risalente) dibattito dottrinale dell'Ottocento e del Novecento, tradizionalmente oscillante tra la teoria dell'oggetto e del soggetto di diritto nonché della finzione<sup>268</sup>.

La nozione di patrimonio è approdata ai tempi nostri sotto le sembianze di una pluralità di situazioni e soluzioni, caratterizzate dalla diversità dei fini, difficilmente riconducibili a uno schema teorico unitario<sup>269</sup>. Così, la disciplina codicistica, pur non cristallizzandone il concetto, offre diversi spunti da cui è possibile arguire che sia riconosciuto particolare rilievo e considerazione alle sole entità suscettibili di valutazione economica e a cui si lega un'utilità economica<sup>270</sup>.

Il patrimonio, quindi, individuato quale insieme di rapporti attivi e passivi, economicamente rilevanti, viene imputato a un soggetto che ne è titolare nella sua interezza, realizzando in tal senso la riconduzione dello stesso patrimonio a unità giuridica. Tale concezione unitaria e indivisibile del patrimonio è disciplinata dall'art. 2740 c.c. che, in tema di responsabilità patrimoniale, stabilisce l'assoggettabilità di tutti i beni presenti e futuri alle pretese e azioni dei creditori, precisando che le limitazioni della responsabilità sono ammesse (se riflettenti una speciale destinazione impressa a una parte del patrimonio) solo nei casi stabiliti dalla legge. In realtà, una prospettiva che legga, in chiave unitaria, il patrimonio in funzione del soggetto proprietario, non sembra ricomprendere le esigenze e i fini di tutte le vicende giuridiche. Si può comprendere, allora, come il concetto di patrimonio sia un "prodotto storico", un *droit philosophique*, ovvero una delle (tante) risposte date, in forza di un certo retroterra culturale, all'esigenza di trovare una collocazione unitaria a complessi patrimoniali caratterizzati

---

<sup>267</sup> Il termine patrimonio (dal giustiniano *patrimonium*) designa "un'entità composita, formata dall'insieme di situazioni suscettibili di valutazione economica (intesa come estimabilità pecuniaria) e unificate dalla legge in considerazione della loro appartenenza ad un soggetto o alla loro destinazione unitaria". DURANTE V., voce "Patrimonio (dir. civ.)", in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Vol. XXII, 1990, I.

<sup>268</sup> Per una lettura della soggettività "nel prisma deformante del diritto soggettivo", cfr. ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto* (1960) e *"Persona" e "persone giuridiche" nell'età moderna* (1968), ora in *Azione, diritti soggettivi, persone giuridiche*, Bologna, 1978, rispettivamente alle pp. 115 ss. e 193 ss.

<sup>269</sup> Nel codice civile sono contenute norme che, contemplando il concetto di patrimonio e impiegando espressioni come "universalità di beni", "tutte le proprie sostanze", "tutti i beni", in ossequio all'orientamento del legislatore del 1942, costruiscono la nozione di patrimonio in termini di alterità rispetto al soggetto titolare sia esso persona fisica o giuridica o gruppo organizzato DURANTE V., voce "Patrimonio (dir. civ.)", cit., I.

<sup>270</sup> IBIDEM. Si annoverano tra tali entità i diritti reali, il possesso, i diritti su *res incorporales*, i diritti di credito e debiti.

da discipline speciali in materia di circolazione dei beni che li compongono e di responsabilità patrimoniale dei relativi titolari<sup>271</sup>.

L'assetto concettuale del patrimonio come emanazione della personalità, con i relativi corollari dell'unicità e della indivisibilità, da un lato, e dell'impossibilità di individuare l'appartenenza di più patrimoni in capo al medesimo individuo, dall'altro, ha condotto a un'impostazione di tipo marcatamente soggettivistico, affrontata utilizzando gli strumenti concettuali della normativa francese<sup>272</sup>. Secondo questa tradizione, il patrimonio è un "diritto" che trova il suo fondamento nella stessa personalità del proprietario; la persona è un patrimonio e non *ha* un (diritto sul) patrimonio<sup>273</sup>, nel senso che per il diritto privato la persona s'identifica con la vicenda patrimoniale che le compete e il patrimonio costituisce la proiezione inscindibile della personalità del soggetto di diritto, necessariamente unitario<sup>274</sup>. Prendendo le mosse dalla premessa dogmatica che ogni patrimonio deve necessariamente essere imputato a una persona<sup>275</sup>,

---

<sup>271</sup> Leggendo in controluce l'ideologia di questa teoria, il patrimonio così delineato trova le proprie radici nella centralità, di stampo illuministico, dell'individuo nella storia. Centralità, a ben vedere, che è stata tradotta giuridicamente nella valutazione di ogni situazione giuridica in chiave di predicato ontologico e *a priori* del soggetto di diritto. LA PORTA U., *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, Napoli, 1994, 10; TARELLO G., *Storia della cultura giuridica moderna*, I, *Assolutismo e codificazione del diritto*, rist., Bologna, 1988, *passim* e part. p. 150 ss., p. 192 ss. D'altra parte, non è casuale che taluno abbia ravvisato nel patrimonio un feticcio sociale e che ad esso attribuisca un valore costitutivo della classe media.

<sup>272</sup> Operazione di sistemazione concettuale operata, invero, nell'ambiente culturale tedesco con l'opera di ZACHARIE (*Handbuch des Französischen Civilrechts*, Heidelberg, 1827), e poi completamente riveduto e corretto da una delle più famose teorie di tradizione francese, ossia dalla *théorie dupatrimoine* di RAU C. F. e AUBRY C., *Cours de droit civil français*, Paris, 1917, tomo IX, 337 s., di impostazione giusnaturalistica, secondo cui "*l'idée du patrimoine se déduit directement de celle de la personnalité*" (riferimento diretto è il codice napoleonico, indiretto è addirittura il *droit coutumier* dal XV secolo in poi). Sul tema cfr. BARBIERA L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*. Art. 2740-2744, in *Commentario al codice civile* a cura di P. Schlesinger, Milano, 1991, 31.

<sup>273</sup> AUBRY C. e RAU C., *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, cit., § 575, spec. 5, per i quali «anche l'indigente, è dotato di un patrimonio».

<sup>274</sup> Così, ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 6.

<sup>275</sup> A un risultato non dissimile perviene la dottrina tedesca che pone a fondamento del diritto privato l'etica della libertà kantiana, v. VON SAVIGNY F.C., *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di Vittorio Scialoja, vol. I, Torino, 1886, 342, secondo il quale « [m]ediante queste due specie di diritti dunque, proprietà ed obbligazioni, viene ad essere esteso oltre i limiti naturali del proprio essere il potere della persona, che ne è investita. Ora lo insieme dei rapporti, che estendono in siffatto modo il potere di un individuo, viene chiamato *patrimonio* di esso, e lo insieme degli istituti giuridici, che vi si riferiscono, *diritto patrimoniale* » (i corsivi sono nel testo); si v. altresì FALZEA A., *Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici*, Milano, 1939, 98, per il quale: « La teoria del patrimonio allo scopo a sua volta è egualmente inaccettabile per la impossibilità logica di concepire un patrimonio giuridico senza soggetto. Il patrimonio infatti si deve considerare costituito non da un complesso di cose ma da diritti, obblighi *etc.*, cioè dalle conseguenze giuridiche nelle quali il soggetto viene legittimato nei vari processi di formazione delle fattispecie oggettive; risulta in tal modo chiaro che tali conseguenze giuridiche presuppongono la

da cui non si può separare se non perdendo la personalità e che non è configurabile, pertanto, una responsabilità del debitore divisibile, si è assunto che in ogni fenomeno di autonomia patrimoniale è rinvenibile un *quid* di personalità giuridica. Presupponendo limpidamente che la nozione di proprietà sia da rinvenire nella relazione necessariamente biunivoca tra il patrimonio e la volontà del soggetto e prendendo atto della difficoltà nel spezzare il rapporto patrimonio-soggetto, tale orientamento porta inesorabilmente a ricondurre le forme di destinazione speciali di beni entro le nozioni di appartenenza e di titolarità, non essendo possibile concepire un patrimonio – che è una *qualità* del soggetto – privo di titolare. In tal modo, l'imputazione giuridica fondata sul presupposto dell'unità del soggetto di diritto porta a considerare il patrimonio separato un surrogato della soggettività giuridica. Se quelle illustrate sono le ragioni del ritardo nell'elaborazione dogmatica del patrimonio separato<sup>276</sup>, non si può sottacere la serrata critica mossa alla suddetta teoria, in quanto espressione di una tendenza speculativa “inutile” – giacché incapace di fondare diverse fattispecie legali – ovvero “pericolosa” – in quanto d'ostacolo alla dottrina e alla giurisprudenza nel contribuire all'evoluzione dell'ordinamento<sup>277</sup> e alla elaborazione di soluzioni normative di articolazione patrimoniale per cui era necessario affrancarsi dalla relazione biunivoca patrimonio-soggetto.

Il rilievo, quale strumento interpretativo, del patrimonio separato si rinviene dalla dottrina tedesca con la costruzione teorica della *Zweckvermoegentheorie* – rielaborata

---

esistenza della fattispecie primaria alla quale sono ricollegate, e questa a sua volta è condizionata alla esistenza di un presupposto soggettivo di qualificazione. È appunto la nozione del patrimonio in senso giuridico che dimostra la ineliminabile esigenza di un soggetto il quale ne costituisce il necessario presupposto logico, il punto unitario costante di riferiment » (il corsivo è aggiunto).

<sup>276</sup> Per una ricostruzione più approfondita dell'evoluzione brevemente descritta e delle ragioni storiche, economiche e culturali della medesima, v. BIANCA M., *op. ult. cit.*, 135 ss. In termini più generali, come costata MESSINETTI D., *Il patrimonio separato e la c.d. « cartolarizzazione » dei crediti*, 2002, II, 101 ss., « non esiste una figura prevalente o assorbente di patrimonio separato [...] come principio produttivo di norme particolari implicite, a meno che non sia consentita secondo la normativa di settore, l'utilizzazione del metodo analogico. Ma le soluzioni di indisponibilità delle masse patrimoniali e di deroga alla *par condicio creditorum*, di volta in volta impiegate, non sembrano del tutto omogenee e coerenti ». Analogamente cfr. BELLIVIER F., *Brinz et la réception de sa théorie du patrimoine en France*, in *La science juridique française et la science juridique allemande de 1870 à 1918*, Presses universitaires, Strasbourg, 1997, 177, la quale costata che il ritardo nell'elaborazione del patrimonio autonomo si riflette nelle incertezze che circondano il trattamento giuridico che l'ordinamento francese riserva al *trust*, alla fiducia e più in generale ai patrimoni di destinazione; queste considerazioni sono riprese con riguardo all'introduzione della disciplina della s.r.l. uni personale da IBBA C., *La s.r.l. unipersonale fra alterità soggettiva e separazione patrimoniale*, cit., 254. In ordine alla soggettività delle sezioni di credito, si v. gli spunti di GALGANO F., *Sezioni di credito speciale*, in *Contratto e impresa*, 1985, 959 ss.

<sup>277</sup> V. espressamente GÉNY F., *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif*, 2a ed., Paris, 1919, 443.



da parte della dottrina italiana<sup>278</sup> – come reazione alle ricostruzioni c.d. finzionistiche della persona giuridica<sup>279</sup>, per cui, ripudiata la concezione secondo la quale lo scopo e il soggetto sono elementi tra loro necessariamente alternativi<sup>280</sup>, emergono diverse concezioni di patrimonio “separato” e di quello “di destinazione”<sup>281</sup>.

Sebbene tale orientamento non abbia consentito di approdare a ricostruzioni sistematiche pienamente convincenti<sup>282</sup>, l'impostazione oggettivistica<sup>283</sup> ha il merito di aver sostituito il concetto di “appartenenza” tipica dell'imputazione soggettiva con la

<sup>278</sup> Cfr. BONELLI G., *La teoria della persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1910, 445 ss. e 593 ss. nonché FERRI JR. G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, cit., 25 ss.. Non sono mancate, peraltro, anche teorie «miste» secondo cui il patrimonio «attinge nel campo dell'oggetto la pluralità materiale (il complesso dei «beni») e raggiunge nel campo del soggetto l'unità ideale. V. BARBIERI, op. cit.

<sup>279</sup> Si tratta della c.d. *Zweckvermögenstheorie*, letteralmente teoria dei patrimoni destinati ad uno scopo. BRINZ A., *Lehrbuch der Pandekten, Band III*, 2, Erlangen, 1884, 453 e ss. Nella dottrina italiana, critico nei confronti della teoria di Brinz a dar conto del fenomeno della personalità giuridica si veda F. FERRARA, *Teoria delle persone giuridiche*, Roma - Torino - Napoli, 1923, 153 e ss. BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 97 ss. e 116 che sottolinea come il contesto culturale giuridico in cui emerse tale teoria era ambivalente; su un piano esso viveva infatti la contrapposizione tra “una visione di stampo romanistico aliena da qualsiasi procedimento di astrazione e una visione più moderna che enfatizza la difficoltà di inserire situazioni di aggregazioni di persone o di beni diverse dall'uomo in un sistema tutto imperniato sulla nozione di soggettività fisica”. Sul concetto di persona giuridica v. ZATTI P., *Persona giuridica e soggettività*, Padova, 1975, e BASILE M. e FALZEA A., voce « Persona giuridica (dir. priv.) », in *Enc. del dir.*, vol. XXXIII, s.d., ma Milano, 1983, p. 234 ss.

<sup>280</sup> Precisamente, la teoria dei patrimoni di destinazione muove dalla considerazione per cui fingere l'esistenza di una personalità giuridica quale maschera artificiale dell'uomo non significa altro che l'implicita affermazione dell'inesistenza di soggetti diversi dall'uomo. È da tale consapevolezza che la teoria in esame fa derivare l'esplicita affermazione dell'inesistenza del soggetto. In una prima fase la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta come teoria dei patrimoni senza soggetto. Inizialmente, è allo scopo che viene attribuita la valenza di punto di riferimento unificatore del patrimonio, al pari della persona fisica, a questa alternativo per risolvere il problema delle masse patrimoniali prive di un titolare, senza ricorrere all'artificio della personificazione. Lo scopo assume rilievo solo in assenza del soggetto e, anzi, l'appartenenza di una massa patrimoniale ad uno scopo viene ritenuta incompatibile con l'appartenenza della medesima ad un soggetto. I patrimoni di destinazione sono patrimoni adespoti, privi di alcun titolare. O meglio, nel suo nucleo essenziale la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta, originariamente, come un tentativo di spiegare l'esistenza di norme che configurano l'unità funzionale di masse patrimoniali provvisoriamente prive del titolare, senza ricorrere al sistema delle personificazioni. Cfr. BIANCA M., op. ult. cit., 124-132.

<sup>281</sup> V. ad es. BIGLIAZZI GERI L., voce « Patrimonio autonomo e separato », cit., 280 ss., e le precisazioni proposte dalla stessa autrice, *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998, 105 ss.

<sup>282</sup> La riconduzione del patrimonio separato alla figura dell'universalità di diritto è insufficiente ad esprimere uno dei dati caratteristici dei patrimoni separati: la destinazione. La peculiarità delle *universitates iuris* (accanto alle *universitates rerum*) consiste nel considerare unitariamente un complesso di beni o di diritti. Nelle universalità di beni e di diritti la nozione di destinazione è più generica che nei patrimoni separati. Nel primo caso, la destinazione descrive un regime unitario di circolazione dei diritti e dei beni che fanno parte dell'*universitas*; nella seconda ipotesi, la destinazione incide sulle regole della responsabilità patrimoniale. Cfr. BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 236, spec. nt. 118.

<sup>283</sup> Al riguardo si rinvia all'analisi effettuata da BIANCA M., op. ult. cit., 153 ss.

connessione oggettiva a uno scopo determinato: componendo in sé elementi del soggetto e dell'oggetto di diritto, questa teoria si trae fuori dal concettualismo, considerando lo "scopo" e non il principio volontaristico del soggetto quale elemento capace di ricondurre a unità di sistema le fattispecie in cui il vincolo di destinazione patrimoniale produce un effetto reale<sup>284</sup>, sì che non è il soggetto bensì il patrimonio a rappresentare il fulcro oggettivo del debito e punto d'incidenza del vincolo e della responsabilità (*Haftung*)<sup>285</sup>. Il patrimonio non è (necessariamente) *di qualcuno*, ma *per qualcosa* (*für etwas*); parimenti, nella "destinazione" s'individua la categoria concettuale, contrapposta alla "disposizione", idonea a sussumere i casi in cui un'attribuzione patrimoniale s'indirizza a uno scopo invece che a un altro patrimonio. Spinta ideologicamente da una concezione organicistica dell'impresa, in cui la centralità sociale dell'individuo è sostituita dalla rilevanza del capitale nel processo evolutivo economico, questa teoria impiega il patrimonio separato come strumento interpretativo per la destinazione dei beni all'attività produttiva e per il fenomeno della società costruita su base azionaria, intesa anch'essa quale patrimonio allo scopo<sup>286</sup>. Superando quelle riflessioni concentrate nel voler qualificare il patrimonio separato quale struttura giuridica personificata, il concetto stesso di patrimonio è stato impiegato come artificio al fine di riassumere le fattispecie che denunciano una soggettivazione incompleta alla categoria dell'oggetto di diritto. Così, il patrimonio autonomo, appunto perché non riferibile a un soggetto preesistente, è stato lo strumento della dogmatica per svincolarsi dallo schematismo concettuale per il quale quando *esiste* un bene deve pur *esserci* un soggetto in rapporto giuridico di proprietà con lo stesso<sup>287</sup>. Donde il

---

<sup>284</sup> BRINZ A., *Lehrbuch des Pandektenrechts*, vol. I, cit., p. 201.

<sup>285</sup> Non a caso lo stesso Brinz è stato il fautore del superamento della teoria dell'obbligazione di Savigny, da cui è emersa la distinzione concettuale e costruttiva tra *Schuld* e *Haftung*, v. B. Diebstelkamp, *Die Lehre von Schuld und Haftung*, cit., in partic. p. 23 ss., p. 30 ss. Nella prospettiva analitica del vincolo di destinazione cfr. ad es. H. Boegl, *Der Begriff des Sondervermögens nach Reichsprivatrecht*, Leipzig, 1933, in partic. p. 35. Nella letteratura italiana l'idea che il rapporto obbligatorio corra tra patrimoni, piuttosto che tra soggetti, e si risolva nella *rispondenza*, termine che meglio di 'responsabilità' sembra idoneo a tradurre *Haftung*, è ben rappresentata da POLACCO V., *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, vol. I, 2a ed., Roma, 1915, 73 ss.

<sup>286</sup> Per alcuni spunti in ordine all'evoluzione storica v. ZATTI P., *Persona giuridica e soggettività*, cit., p. 106 ss.; sulla progressiva emancipazione del diritto commerciale dal diritto privato generale e dalle categorie romanistiche cfr. BÜRGE A., *Römisches und Romanistisches zum Unternehmensrecht*, in *Wirtschaft und Recht*, 32, 1980.

<sup>287</sup> Sul dibattito inerente alle tecniche di soggettivazione degli enti non riconosciuti v. RESCIGNO P., *Enti di fatto e persona giuridica*, in (*Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11-12 [1982-3], II, p. 983 ss., ed ora in) *Persona e comunità*, II (1967-1987), Padova, 1988, 119 ss.; cfr. CONDORELLI M., *Destinazione di patrimoni e soggettività giuridica nel diritto canonico. Contributo allo studio degli Enti non personificati*, Milano, 1964; per un esplicito richiamo alla dottrina dello

problema dell'*individuazione* di tale soggetto a ogni costo e del patrimonio senza soggetto<sup>288</sup>.

Anche la teoria dello *Zweckvermögen*, tuttavia, ha subito diverse critiche<sup>289</sup>.

Non si può considerare, infatti, come ravvisare nello “scopo” il momento unificante del patrimonio, sostituendo il “soggetto”, non ha rappresentato realmente l’occasione per contribuire a quell’evoluzione dell’ordinamento auspicata dai detrattori della teoria soggettivistica, se solo si consideri che far assurgere il patrimonio della persona a un «patrimonio allo scopo» può ridurre, semplicisticamente, la persona fisica, titolare del patrimonio, al rango di suo amministratore<sup>290</sup>.

In entrambi i casi, allora, la monolitica collocazione sistematica del concetto di patrimonio, tradizionalmente oscillante tra quella di oggetto e di soggetto di diritto e considerato esclusivamente nel suo profilo statico, rispettivamente individuato in una massa di beni o in un centro di imputazione di posizioni soggettive, non pone nella giusta luce la *funzione* che il diritto può essere chiamato a svolgere in virtù di un interesse obiettivato che si riflette sulla massa patrimoniale. I limiti di questo sistema, indotto da una retrospettiva storica ma ancor prima ideologica, si sintetizzano nel “problema” dei “diritti soggettivi senza soggetto”, costruito ponendo al centro del sistema stesso l’individuo, inteso come “soggetto di diritto”, e i suoi predicati, i “diritti soggettivi”. Complementarmente, anche il “patrimonio”, separato o autonomo è, in

---

*Zweckvermögen* per quanto concerne gli enti privi di personalità giuridica v. FERRARA JR. F. - CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, 12a ed., Milano, 2002, 196.

Per una riflessione recente sui diritti senza soggetto v. ZACCARIA A., « *Diritti soggettivi senza soggetto e soggettività giuridica*, in *Studium iuris*, 1996, p. 784 ss. Quanto alla soggettività delle società di persone nel sistema tedesco v. esemplarmente FLUME W., *Gesellschaft und Gesamthand*, in *ZHR*, 136 (1972), p. 177 ss., in partic. p. 182, ma la dottrina tedesca, a séguito dell’*Umwandlungsgesetz*, ritiene il ricorso alla ‘comunione a mani giunte’ non più necessario, v. in partic. RAISER T., *Gesamthand und juristische Person im Licht des neuen Umwandlungsrecht*, in *Arch. civ. Pr.*, 194 (1994), p. 495 ss., e Id., *Gesamthandgesellschaft oder juristische Person. Eine Geschichte ohne Ende*, in *Festschrift für W. Zöllner zum 70. Geburtstag*, vol. I, Köln-Berlin-Bonn-München, 1998, 469 ss. Merita peraltro ricordare l’inconsistenza storica della categoria della comunione germanistica, v. CONTE E., *Comune proprietario o comune rappresentante? La titolarità dei beni collettivi fra dommatica e storiografia*, in *Riv. dir. agrario*, 1999, 181 ss..

<sup>288</sup> V. ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967, 35 ss

<sup>289</sup> V. ad es. una diffusa critica del patrimonio allo scopo in FERRARA F., *Teoria delle persone giuridiche*, in *Il diritto civile italiano secondo la dottrina e la giurisprudenza*, diretto da B. Brugi, Torino, 1915, 152 ss.

<sup>290</sup> Cfr. ad es. SCHWARZ G., *Rechtssubjekt und Rechtszweck. Eine Revision der Lehre der Personen*, in *Arch. bürg. Recht*, 32 (1908), p. 12 ss. Si noti, peraltro, che la mancanza di una compiuta circolazione della teoria dello *Zweckvermögen* è dovuta al limitato accesso diretto alle fonti tedesche nonché al pregiudizio ideologico del modello dello *Zweckvermögen* legato alla identificazione con talune concezioni solidaristiche contrastanti con l’impronta individualistica che caratterizzava la dottrina prevalente.

realtà, un “problema” piuttosto che un istituto, che si radica al vertice del “sistema” evidenziato e che è agganciato, almeno in prospettiva, a un soggetto al quale imputarsi e riferirsi ma da questo in qualche misura distinto e allontanato configurando, così, una situazione eccezionale, deviata dalla regola.

In tal modo, il tema della separazione patrimoniale si inserisce a pieno titolo in questo scenario di (necessaria) trasformazione culturale informata alla logica della *funzione*.

### 3. Il “problema” dei patrimoni separati.

Le formule “patrimonio separato”, “patrimoni distinti” e quelle affini di “patrimonio di destinazione”, “patrimonio autonomo”, “destinazione patrimoniale”, risultano utilizzate nell’ambito del diritto del mercato finanziario<sup>291</sup> e del diritto commerciale con riguardo a fattispecie diverse, quali il servizio di gestione collettiva del risparmio, i servizi di investimento e i servizi accessori<sup>292</sup>, i patrimoni destinati ad uno specifico affare delle s.p.a.<sup>293</sup> e il più generale istituto, non peculiare al diritto del mercato finanziario ma a esso potenzialmente applicabile<sup>294</sup>, dei patrimoni con vincolo di destinazione<sup>295</sup>.

---

<sup>291</sup> Per completezza, si segnala che le espressioni menzionate sono impiegate anche in altri settori del diritto. Vengono in considerazione in tal senso, a titolo esemplificativo, nell’ambito del codice civile, il fondo patrimoniale (artt. 167 ss. c.c.) e l’eredità beneficiata (*rectius* la fattispecie dell’erede con beneficio di inventario di cui agli artt. 484 ss. c.c.), nonché, nell’ambito della legislazione speciale, la legge sulla cartolarizzazione dei crediti (l. 30 aprile 1999, n. 130, *Gazzetta Uff.*, 14 maggio 1999, n. 111).

<sup>292</sup> Tanto il servizio di gestione collettiva quanto i servizi di investimento e accessori sono definiti rispettivamente agli artt. 1, 1° co., lett. n), e 5° e 6° co., del testo unico delle leggi in materia di intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, “t.u.f.”), come successivamente integrato e modificato, e da esso disciplinati, unitamente ai regolamenti di attuazione del t.u.f. stesso, emanati sia dalla Banca d’Italia, sia dalla Consob.

<sup>293</sup> L’istituto menzionato nel testo è stato introdotto dalla riforma sostanziale del diritto societario di cui al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6 ed è regolato dagli artt. 2447 *bis* ss. c.c. nelle due forme dei cc.dd. patrimoni destinati in senso stretto [fattispecie di cui all’art. 2447 *bis*, 1° co., lett. a), c.c.] e dei cc.dd. finanziamenti destinati [fattispecie di cui all’art. 2447 *bis*, 1o co., lett. b), c.c.]. Si noti peraltro che, con riguardo all’istituto in questione, l’aspetto terminologico è stato probabilmente ritenuto un elemento di un certo rilievo considerando che l’espressione «patrimoni *destinati* ad uno specifico affare» differisce da quella indicata nella legge delega, la quale individua i patrimoni in discorso come «patrimoni *dedicati* ad uno specifico affare» (cfr. art. 4, 4o co., l. 3 ottobre 2001, n. 366). La sostituzione del termine «dedicati» con «destinati» può essere forse imputata ad un’esigenza di certezza giuridica, ricercata attraverso l’impiego di una formulazione già nota nel nostro ordinamento (sebbene utilizzata in contesti diversi dal diritto societario) e perciò ritenuta funzionale a ricondurre il nuovo istituto ad una categoria, almeno presuntivamente, omogenea e dai contorni definiti. In senso sostanzialmente analogo FERRO- LUZZI P., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003, 111, nt. 10, secondo il quale l’innovazione legata alla parola «dedicati» è stata abbandonata in favore – forse – di un «omaggio alla tradizione», facendo ricorso ad una terminologia già impiegata nel codice civile con riferimento ai fondi speciali per la previdenza e l’assistenza (art. 2117 c.c.). V. anche BARTALENA A., *I patrimoni destinati: due posizioni a confronto. I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir.*

Le espressioni utilizzate valgono a contrassegnare nozioni talora effettivamente interscambiabili, talaltra, invece, almeno parzialmente diverse, in quanto direttamente collegate all'inquadramento sistematico dei concetti che dette locuzioni esprimono. La dottrina che si è cimentata in uno sforzo ordinatore dei suddetti concetti ha cercato di individuare la tipicità propria di ciascuna delle espressioni citate al fine di ricondurle in altrettante e corrispondenti categorie giuridiche ovvero in un fenomeno unitario, secondo la tecnica della *reductio ad unum*, in virtù di alcuni elementi comuni e ricorrenti<sup>296</sup>. Sotto la spinta perturbatrice della personalità giuridica è stato, per altro verso, evidenziato l'aspetto oggettivo dei patrimoni (distinti o separati) ed è stato valorizzato il carattere "autonomo" degli stessi, accentuato fino al punto da attribuire ai patrimoni in discorso una propria personalità giuridica o da riconoscere, comunque, ai medesimi una qualche forma di soggettività atta a distinguerli dai beni di cui sono costituiti<sup>297</sup>.

Come già rilevato, il patrimonio separato è da sempre avvertito come un *problema* dalla dottrina continentale, abituata a porre a vertice del sistema il soggetto di diritti quale premessa ontologica dei rapporti cui rimane formalmente estraneo<sup>298</sup>. Le elaborazioni teoriche sviluppatesi sembrano, così, sbilanciarsi verso una disciplina del soggetto impiegata come modello di organizzazione dell'imputazione e della soggettivizzazione ovvero come "tecnica" giuridica privilegiata nella quale le regole che incidono sui beni sono tradotte. A ben vedere, i due "problemi" sottintendono una malcelata pigrizia culturale dell'interprete o una precomprensione di una realtà giuridica congegnata, a livello di imputazione del bene e della disciplina del suo utilizzo, sul soggetto quale presupposto necessario dell'effetto giuridico<sup>299</sup>. A questo esito ha senz'altro concorso la

---

*comm.*, 2003, I, 84. A proposito della possibile configurazione di una categoria omogenea atta a comprendere tutti i fenomeni, indipendentemente dal *nomen iuris* con cui i medesimi vengono designati, basati sul principio della «destinazione patrimoniale».

<sup>294</sup> Ad es., in ragione del soggetto che pone in essere l'atto di destinazione.

<sup>295</sup> Si fa riferimento alla fattispecie enucleabile dall'art. 2645 *ter* c.c.

<sup>296</sup> IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, 201 ss.; SPADA O., *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, passim; SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, cit..

<sup>297</sup> Sulla questione v., più ampiamente, BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 7 ss.; Id., *Atto negoziale di destinazione e separazione*, *Riv. dir. civ.*, 2007, n. 2, 197 ss.

<sup>298</sup> FERRO-LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, cit., 122.

<sup>299</sup> Il punto è colto molto lucidamente da GAMBARO A., *La proprietà*, in *Trattato di dir.civ. e comm.*, già diretto da Cicu e Messineo, continuato da L. Mengoni, Milano, 1995, 594 ss.

Si pensi al comitato previsto dagli artt. 39 ss. c.c. tra i soggetti dell'attività giuridica, mentre negli altri ordinamenti rileva esclusivamente il regime speciale dei beni raccolti (così è per il collecting trust nei sistemi di *common law*). Sul punto, v. GRAZIADEI M., *Acquisto per conto di un comitato non riconosciuto*

eterogeneità dei fenomeni riconducibili alla separazione patrimoniale non suscumbibili in un “istituto”<sup>300</sup>, dove è lo stesso legislatore che, mostrando di dare per presupposta la fattispecie senza regolarla sistematicamente, rimette così interamente all’interprete il compito di ricostruire il regime dell’imputazione degli effetti e quello della responsabilità non riducibile, semplicisticamente, negli schemi elementari del sistema a “soggetto - diritto soggettivo”<sup>301</sup>.

Ciò nonostante, il *problema* non è verificare se l’uso (promiscuo) dei concetti dell’autonomia e della separazione sovente impiegati dal legislatore e dalla giurisprudenza nei sintagmi “patrimonio autonomo”, “patrimonio separato”, “patrimonio dedicato”, “patrimonio segregato”<sup>302</sup> siano dogmaticamente isolabili, quanto piuttosto comprenderne le premesse concettuali<sup>303</sup>.

---

e dissociazione della proprietà, in Riv. cir. Civ., 1988, II, 119 ss., e CALICETI P., *Considerazioni inattuali in tema di comitati*, Milano, 1994. In effetti, anche nel nostro sistema il comitato definisce non uno schema generale, ma un modulo speciale di attività (e di responsabilità) che si aggiunge a quello dell’associazione non riconosciuta, v. sul punto ZOPPINI A., *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, 1995, 292 ss. Di rilievo, ancora, l’impiego privilegiato della soggettivizzazione delle proprietà collettive e degli usi civici nella forma dell’associazione e della fondazione (l. 31 gennaio 1994, n. 97), su cui cfr. segnatamente, VITUCCI P., *Proprietà collettive, diritti dell’utente, autonomia statutaria (le organizzazioni montane e i beni agro-silvo-pastorali tra la storia e la privatizzazione)*, in Riv. dir. civ., 2002, II, 579. Si pensi, altresì alle operazioni giurisprudenziali che mirano a riconoscere una soggettività giuridica nel trust o nel condominio degli edifici o alle operazioni dottrinali che propongono di riconoscere una soggettività transitoria e strumentale alla persona giuridica in attesa di riconoscimento o prima dell’iscrizione nel registro delle imprese. Su tali questioni, v. CHIZZINI A., *Revoca del trustee e legittimazione all’azione possessoria*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 47 ss.; v. altresì la nota di BELLONI S., *Il trust. Riflessioni a margine di un’azione possessoria*, in *Giur. it.*, 2001, p. 959 ss. e, diffusamente, PORTALE G.B., *Conferimenti in natura ed effettività del capitale nella “società per azioni in formazione”*, Milano, 1994, p. 13 ss.; per una diversa impostazione che valorizza il vincolo di destinazione v. ANGELICI C., *Società prima dell’iscrizione e responsabilità di « coloro che hanno agito »*, Milano, 1998.

<sup>300</sup> PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.

<sup>301</sup> In effetti, l’ “autonomia patrimoniale” è fenomeno di importazione con portata giuridica ancora oggi limitata nel nostro ordinamento. Si può evidenziare come di patrimonio separato si parla nella disciplina della cartolarizzazione dei crediti, di cui alla l. 390/1999 e nella disciplina codicistica che tra l’altro prevede due ipotesi ben diverse per le quali si parla di “patrimoni destinati” in generale (artt. 2447-bis *usque decies*) e di “patrimonio separato” (art. 2447-*decies*, co. 3).

<sup>302</sup> Definito in termini di “lemma inelegante che traslittera il *segregated fund* del diritto inglese” da ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, cit., 549. Sulla separazione patrimoniale che si realizza con il *trust* v. segnatamente LUPOI M., *Trusts*, cit., 565 ss.; GRAZIADEI M., *Diritti nell’interesse altrui. Undisclosed agency e trust nell’esperienza giuridica inglese*, Trento, 1995. Si v. altresì TUCCI A., *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 1061 ss.

<sup>303</sup> Con riguardo all’uso dei termini “autonomia” e “separazione”, la giurisprudenza osserva, d’altronde, come il legislatore dei fondi comuni di investimento pare abbia adoperato questi termini come equivalenti. Cfr. Cass. 16605/2010.

Polarizzando i termini della questione nel concetto di *separazione* (patrimoniale) e di *autonomia* (patrimoniale), è doveroso tener conto che, nell'impostazione tradizionale, il supposto carattere unitario non è un dato totalmente acquisito in quanto la separazione in senso stretto è, in generale, riferibile al patrimonio di una stessa persona o di uno stesso ente che isola una parte del suo patrimonio imprimendogli una certa destinazione, mentre l'autonomia patrimoniale fa riferimento al rapporto tra più patrimoni appartenenti a soggetti diversi. Per tale ragione, diversamente dalla autonomia patrimoniale che è riferibile al rapporto tra due patrimoni, la separazione si identifica, talvolta, con la destinazione a un certo scopo di un patrimonio isolato da un patrimonio più ampio<sup>304</sup>. Pur indugiando nella tradizionale distinzione tra patrimoni autonomi e separati *tout court*, a seconda che l'unità distinta faccia capo a una pluralità di soggetti o a un solo soggetto, non si può non sottacere, tuttavia, come con la separazione o l'autonomia si pervenga a un medesimo risultato, ossia poter opporre legittimamente ai creditori tale condizione<sup>305</sup> e destinare con rilievo reale una massa di bene alla realizzazione di uno scopo ovvero di un interesse che si riflette sulla massa patrimoniale. In tal modo, il patrimonio (separato o autonomo) si distingue dal patrimonio per essere destinato ad assolvere una particolare *funzione* economica e sociale della massa stessa riconoscendo, altresì, nella destinazione a una predeterminata finalità, una modificazione giuridica di un elemento patrimoniale<sup>306</sup>. Anche il concetto di "destinazione", allora, pur inteso in senso "atecnico", accompagna sovente quello di "separazione".

È sufficiente constatare che di patrimonio separato (o autonomo, dedicato o, volendo, segregato) si parla «tutte le volte in cui la legge considera un determinato nucleo

---

<sup>304</sup> La dottrina più autorevole distingue il patrimonio 'autonomo' da quello 'separato' che proviene da un solo soggetto, così SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, 9a ed., rist., Napoli, 1986, 85 s.; PUGLIATTI S., *La proprietà e le proprietà*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1954; FERRARA F. - CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1987, 187 ss.

<sup>305</sup> SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, 7. ed. Napoli, 1962, 86

<sup>306</sup> In questo stesso senso si era espresso PUGLIATTI S., *Gli istituti del diritto civile*, I, Milano, 1943, 303, per il quale: "è ovvio che la separazione ha luogo per il conseguimento di determinate finalità, che il legislatore lascia chiaramente trasparire volta per volta, e che tali finalità così come sono realizzate nella concreta disciplina legislativa, costituiscono la base, la misura e il limite della separazione. E poiché le finalità sono varie, non è esatto ritenere che si abbia separazione di patrimoni solo in vista dell'attuazione di una limitazione della responsabilità. La distribuzione o disciplina della responsabilità con riferimento ai patrimoni separati costituisce una conseguenza, anch'essa regolata dalla legge, dell'attuata separazione, e non già il fine unico e necessario che la separazione si propone di conseguire". V. altresì SANTORO - PASSARELLI F., *Istituzioni di diritto civile*, I, Napoli, 1945, 54. V. altresì PINO A., *Il patrimonio separato*, cit., 103, per il quale: "Si comprende, dunque, come la funzione possa rappresentare un modo d'essere dei diritti soggettivi".

patrimoniale come oggetto di una *disciplina giuridica particolare* per registrare una deviazione (non necessariamente omogenea, potendo osservare differenti “livelli” di autonomia) dal principio generale della responsabilità patrimoniale»<sup>307</sup>. Il dato caratteristico del fenomeno, in un’ottica (non forzatamente) tipizzante, è che i beni sono soggetti a una particolare disciplina sul versante della disposizione e della garanzia offerta e che tali profili – correlativi nella teoria dei patrimoni separati<sup>308</sup> – non si appuntano sui singoli beni del patrimonio bensì sul valore economico in essi incorporato in tutte le successive ed eventuali trasformazioni economiche<sup>309</sup>.

L’emersione di una dimensione *dinamica* del concetto di patrimonio, incentrata sul profilo della responsabilità, si coglie, del resto, nella stessa disciplina legislativa di cui all’art. 2740, 1° co., c.c. e, in particolare, nell’equiparazione dei «beni futuri» ai «beni presenti», rilevando che l’operatività del meccanismo della responsabilità e della garanzia patrimoniale è un nesso tendenzialmente permanente nel tempo che coinvolge anche beni che non facevano parte di quelli originariamente finalizzati alla garanzia patrimoniale.

---

<sup>307</sup> In questi termini si esprime PUGLIATTI S., *Gli istituti del diritto civile*, cit., 303. È doveroso il rinvio segnatamente all’analisi di OPPO G., *Patrimoni autonomi familiari ed esercizio di attività economiche*, in *Persona e famiglia. Scritti giuridici*, vol. V, Padova, 1992, 299 ss.; v. anche BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 162 ss. Cfr. anche PINO A., *Il patrimonio separato*, Padova, 1950, cit., 2 ss.; seppure in una diversa prospettiva, v. DE NOVA G., *Il principio di unità della successione e la destinazione dei beni alla produzione agricola*, in *Riv. dir. agr.*, 1979, I, 509 ss. Nella letteratura francese v. GUINCHARD S., *L’affectation des biens en droit privé français*, Paris, 1976, 330 ss., e per una diffusa analisi nella dottrina belga v. VAN GYSEL A.-C., *Les masses de liquidation en droit privé. Faillites — Successions — Communautés — Sociétés*, Bruxelles, 1994. E’ necessario evidenziare come le ipotesi di separazione patrimoniale registrano concezioni rigidamente tipiche –fondate sulla necessaria previsione legislativa– e, partendo dal punto di vista dell’autonomia privata, a orientamenti del tutto atipici. In tal modo, l’apparente conflitto di ipotesi di separazione frutto dell’esercizio dell’autonomia privata con la norma di cui all’art. 2740 c.c. si risolverebbe sul piano della funzione della suddetta norma – in quanto esso non delimiterebbe, secondo tale dottrina, un’area di effetti giuridici riservati al legislatore –e della gerarchia dei valori costituzionali di volta in volta e concretamente ravvisabili. In tale ottica, il confronto della fattispecie della separazione con la regola posta nell’art. 2740, comma 2° è superato attraverso il vaglio della meritevolezza dell’interesse perseguito. LA PORTA U., *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, cit., 39. Contra, BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, 252; CASTRONOVO C., *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita Notar.*, 1998, I, 1329. Per vero, è doveroso evidenziare come la valutazione di una particolare meritevolezza dell’interesse della separazione o anche della destinazione dei beni nelle singole ipotesi di separazione patrimoniale è pur sempre il risultato di bilanciamenti operati espressamente e direttamente dal legislatore.

<sup>308</sup> Cfr. PINO A., *Il patrimonio separato*, cit., 23, che evidenzia come la disciplina speciale a cui sono sottoposti i profili della garanzia e della disposizione “(...) più che collegati, (...) sono a ben vedere le due facce dello stesso fenomeno (...)”.

<sup>309</sup> Così, LENZI R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell’affare*, in *Riv. not.*, I, 2003, 568. V. altresì, con riguardo al *trust*, BARTOLI S., *Il Trust*, Milano, 2001, 322.



Il momento *dinamico* si coglie proprio nella variabilità dei beni che compongono il patrimonio – considerato, allora, come un’entità in continuo movimento – e che configura il referente oggettivo della disciplina del patrimonio autonomo o separato escludendo che esso si esaurisca –non solo concettualmente, ma anche ai fini dell’operatività del meccanismo della responsabilità – nella somma dei beni (o dei diritti) che in un dato momento lo compongono.

Tale circostanza pone in luce come sia più corretto ravvisare il nucleo del regime della responsabilità patrimoniale non nel nesso tra posizioni soggettive attive (o passive, considerando le varie situazioni soggettive del debitore) e una massa di beni – facendo assurgere a momento qualificante quello dell’individuazione dell’oggetto dell’azione esecutiva dei creditori nel complesso dei beni del debitore – bensì nel rapporto tra posizioni soggettive attive e passive, diritti e obbligazioni, entrambi imputabili al debitore. Seguendo un approccio *funzionale al problema*<sup>310</sup>, ciò significa la creazione di classi creditorie distinte, atteso che «autonomia e separazione significano non solo e non tanto destinazione, in qualche modo giuridicamente rilevante, di un complesso di beni e rapporti ad un certo impiego, ma significano distinta *imputazione* dei rapporti giuridici e *vincolo* del patrimonio ad una specifica funzione di *garanzia*, cioè alla sola garanzia delle obbligazioni nate dalla sua gestione in quell’impiego»<sup>311</sup>.

Questa osservazione comporta che la formula “responsabilità patrimoniale” si correla necessariamente all’aspetto della “garanzia patrimoniale” in considerazione del fatto che le obbligazioni sono garantite dall’oggetto dei diritti, verso cui i creditori (delle obbligazioni) potranno esercitare l’azione esecutiva (in caso di un loro inadempimento). In tale prospettiva, il *soggetto* rappresenterebbe il criterio unificatore della serie (variabile e aperta) delle obbligazioni e dei diritti ovvero l’ipostasi di quel «centro di

---

<sup>310</sup> In punto di articolazione della *Schuld* e della *Haftung*, nella relazione illustrativa al c.d. progetto Mirone si legge che la creazione del patrimonio dedicato della società per azioni si collega alla finalità di realizzare « una separazione patrimoniale in grado di condurre ad un regime di autonomia *sul piano della responsabilità* ». Sul significato conoscitivo da ascrivere all’articolazione tra debito e responsabilità v. naturalmente DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario del cod. civ. Scialoja e Branca*, a cura di F. Galgano, IV, *Obbligazioni* (art. 1173-1176), Bologna, 1988, 101 ss.

<sup>311</sup> Così OPPO G., *Sulla «autonomia» delle sezioni di credito speciale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1979, I, 1 ss. Per una visione della separazione intesa *necessariamente* come strumento diretto a riservare un certo patrimonio al soddisfacimento dei diritti di alcuni creditori e non di altri, onde il suo “valore positivo”, v. IAMICELI P., *Unità e separazione di patrimoni*, cit., 148. In tal caso, si parla, nell’analisi economica del diritto di *affirmative asset partitioning* distinguendola dalla *defensive asset partitioning* che, in virtù della sua portata “difensiva”, in quanto diretta a escludere i patrimoni “generali” dal soddisfacimento dei creditori in caso di insufficienza del patrimonio separato. Sul punto, v. HANSMANN H. –KRAAKMAN R., in *The essential Role of Organisational Law*, 110 Yale Law Journal, 390 (2000).

imputazione» al quale riferire la titolarità delle une e degli altri.<sup>312</sup> Si comprende, allora, come la deroga alla libera utilizzabilità del patrimonio riflette la logica del funzionamento della separazione che, lungi dall'essere ridotta a quella dominicale, implica un'alterazione dei tratti tipicamente connessi alle situazioni soggettive di appartenenza e, segnatamente, una mortificazione del contenuto del diritto di proprietà<sup>313</sup>. Ciò precisato, l'indagine del giurista dovrebbe tendere alla sistemazione concettuale delle diverse *funzioni* dei patrimoni separati, identificate nella specialità delle forme di amministrazione o gestione, nella limitazione della responsabilità ovvero in altre peculiari funzioni congenitamente collegate a regole operative da cui emergono scopi variamente assegnati nell'ambito del patrimonio generale riferito o riferibile, almeno in prospettiva con un procedimento logico di ipostasi, a un soggetto<sup>314</sup>. Al fine di verificare la capacità esplicativa di queste considerazioni è rilevante, dunque, che vengano presi in considerazione gli *effetti* connessi alla distinzione, alla separazione, alla destinazione, all'autonomia patrimoniale nonché i reciproci rapporti tra i suddetti concetti. Cercando di essere fedeli al ragionamento articolato – esigenza di decostruire i moduli del concepire l'appartenenza e analisi funzionale del fenomeno della separazione – non si ha difficoltà ad ammettere, in via di principio, che si possono

---

<sup>312</sup> FERRI G. JR, *Patrimoni e gestione. Spunti per la ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25 ss., osserva che “(...)A ben vedere, infatti, la configurazione normativa della responsabilità patrimoniale pone un legame tra una serie di obbligazioni e una serie di diritti, in modo da considerare le prime «garantite» dall'oggetto dei secondi (aspetto della garanzia patrimoniale), ovvero a considerare l'oggetto dei secondi come soggetto all'azione esecutiva da parte dei creditori delle prime in caso di un loro inadempimento (aspetto della responsabilità patrimoniale). L'autonomia patrimoniale risulta, in tale prospettiva, null'altro che un'ipostasi di tale nesso (cioè di tale disciplina, trattandosi di un nesso normativo), e il patrimonio autonomo un'espressione appartenente al c.d. linguaggio deviato, con la quale si indica l'insieme dei beni sottoposti alla stessa disciplina (in quanto oggetto dei diritti in essa coinvolti): ciò nel senso che dal termine di «autonomia patrimoniale», semplicemente riassuntivo della relativa disciplina, si ricava, con un procedimento logico di ipostasi, il sostantivo «patrimonio autonomo», al quale si attribuisce una valenza generale e autonoma, cioè utilizzabile anche al di fuori del campo di applicazione della disciplina in questione. D'altro canto, anche il soggetto risulterebbe null'altro che un'ipostasi del criterio unificatore delle obbligazioni e dei diritti, vale a dire di quel «centro di imputazione» al quale riferire la titolarità della une e degli altri”.

<sup>313</sup> In questi termini, LA PORTA U., *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, cit., 7.

<sup>314</sup> Si noti peraltro che il rallentamento di una chiara impostazione teorica in ordine ai fenomeni di destinazione patrimoniale è stata anche acuita dal disfavore protratto nei confronti di costruzioni che, per un verso, favoriscono la limitazione della responsabilità del debitore e, corrispondentemente qualificano tali regole quali norme di ordine pubblico, e, per altro verso, impediscono la libera circolazione dei beni. Nel medesimo contesto si colloca poi la perdurante incertezza sul concetto di soggetto di diritto, quale struttura intermedia tra la persona fisica e la persona giuridica. In questo senso, la configurazione dei patrimoni autonomi rappresenta lo strumento tecnico per legittimare sul piano teorico l'indisponibilità dei patrimoni delle associazioni non riconosciute e la speciale disciplina della responsabilità patrimoniale di tali entità. Cfr. BIANCA M., *op. ult. cit.*, 161 s.

riscontrare fattispecie nelle quali la rilevanza data alla “funzione” del diritto e alla disciplina, talvolta incerta e contorta, di fenomeni socio-economici, possa non implicare, sempre e necessariamente, la configurazione di un patrimonio separato potendo risolversi, nondimeno, sul terreno quasi esclusivamente obbligatorio. Il problema della titolarità dei fondi comuni di investimento – pur non esaurendolo – si inserisce pienamente in questa opera di “ricostruzione”.

## SEZIONE II

*Sommario: 4. La separazione dei patrimoni nel diritto positivo. – 4.1. I patrimoni destinati a uno specifico affare. – 4.2. Il trust. – 4.3. Le società in house*

### **4. La separazione dei patrimoni nel diritto positivo**

Il fenomeno della separazione patrimoniale ha assunto proporzioni sempre più ampie nel corso degli ultimi anni e, del pari, l'intervento del legislatore nel disciplinare diverse tipologie di patrimoni separati è stato estremamente prolifero. Alcune ipotesi di separazione patrimoniale possono definirsi interventi di politica economica, che trovano innegabilmente in essi la propria *ratio*<sup>315</sup>, talvolta legati indissolubilmente alla stessa autonomia<sup>316</sup>. Nell'ottica del principio generale di responsabilità patrimoniale, la legislazione ha revisionato in senso restrittivo le ipotesi di destinazione patrimoniale con effetto di separazione limitando, dunque, il numero delle deroghe al principio dell'art. 2740 c.c. alla cui base è innegabile il riconoscimento della meritevolezza degli interessi perseguiti<sup>317</sup>. A prescindere dall'utilizzazione di formule differenziate o

---

<sup>315</sup> ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 546, nonché, più di recente, da DORIA G., *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 494 e ss.; BUONFRATE A., *Patrimonio destinato e separato*, in *Digesto delle discipline civilistiche, sezione civile, aggiornamento \*\**, II, Torino, 2007, ravvisa gli estremi della separazione patrimoniale anche con riferimento alla disciplina del project financing di cui al d.lgs. 163/2006 artt. 153/156. Ad avviso dell'Autore, infatti, “con la costituzione della società di progetto, una società veicolo che ha come oggetto sociale la realizzazione e gestione del progetto da finanziare, si persegue lo scopo di isolare il progetto rispetto alle altre attività dei promotori, con benefici sia per i destinatari dei finanziamenti che per i finanziatori”.

<sup>316</sup> Si tratta della disciplina della cartolarizzazione, dell'art. 22 del d.lgs. 58/1998, dell'art. 117 del d.lgs. 209/2005 (vedi *infra*).

<sup>317</sup> Si pensi, in proposito, alla abolizione della dote, al rimodellamento del patrimonio familiare nel fondo patrimoniale, nonché, alla riforma dell'istituto del fedecommesso che ne ha ristretto i presupposti oggettivi e soggettivi. Il testo originario dell'art. 692 c.c. disponeva, infatti, che “è valida la disposizione con la quale il testatore impone al proprio figlio l'obbligo di conservare e restituire alla sua morte in tutto o in arte i beni costituenti la disponibile a favore di tutti i figli nati e nascituri dall'istituto o a favore di

omnicomprensive (di patrimonio di destinazione, separato e autonomo) per descrivere singole *tipologie* di patrimonio, attenta dottrina evidenzia come precipuamente rilevante sia l'analisi della disciplina positiva<sup>318</sup> premettendo che, nelle figure normative di patrimoni separati presenti attualmente nel nostro sistema, la separazione opera e rinvia a destinazioni qualificate e scelte a monte dal legislatore che giustificano una limitazione della responsabilità patrimoniale di fonte legale e come tale consentita dal secondo comma dell'art. 2740 c.c.<sup>319</sup>. Così, benchè la proliferazione di nuove figure di patrimoni separati possa essere letta come superamento culturale del dogma dell'indivisibilità del patrimonio e come espressione dell'efficienza economica insita nella segmentazione della responsabilità patrimoniale<sup>320</sup>, è evidente l'irrinunciabilità al procedimento logico che ricerca sempre una norma che possa giustificare la deroga normativa al principio, secondo il dettato dell'art. 2740, 2° co., c.c.<sup>321</sup>. Volendo

---

un ente pubblico. È valida ugualmente la disposizione che importa a carico di un fratello o di una sorella del testatore l'obbligo di conservare e restituire i beni ad essi lasciati a favore di tutti i figli nati e nascituri da essi o a favore di un ente pubblico”.

<sup>318</sup> BIANCA C.M., *Diritto civile*, vol II, rist. Milano 1994, 28.

<sup>319</sup> Infatti, il problema della correlazione tra destinazione ed effetto di separazione si pone per i patrimoni separati di fonte negoziale, ove emerge il problema dello spazio lasciato all'autonomia privata per la creazione di patrimoni destinati ad uno scopo.

<sup>320</sup> Si tenga conto che la protezione del principio, quasi dogmatico, dell'interdipendenza tra unicità del patrimonio, inseparabilità e regime di responsabilità, fu alla base scelta del legislatore di qualche anno fa di attuare la dodicesima direttiva di armonizzazione del diritto societario, ricorrendo alla personalità giuridica e alla introduzione della società unipersonale. A tal fine, l'art. 7 della XII direttiva CEE prevede che “uno Stato membro può non consentire la società unipersonale quando la sua legislazione preveda, a favore degli imprenditori unici, la possibilità di costituire imprese a responsabilità limitata ad un patrimonio destinato ad una determinata attività, purchè per questo tipo di impresa siano previste garanzie equivalenti a quelle imposte dalla direttiva”. Al riguardo IBBA C., *La s.r.l. unipersonale fra alterità soggettiva e separazione patrimoniale*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, IV, 3, Milano, 1998, 249 s. La dodicesima direttiva prevedeva la possibilità per gli stati membri dell'UE di ricorrere al patrimonio separato, in alternativa alla s.r.l. unipersonale (invero anche il patrimonio separato, sul piano funzionale, consente una limitazione di responsabilità all'interno di una società di qualsiasi tipo). Peraltro, un precedente, ancorché scarsamente utilizzato, era previsto dall'art. 7 della Direttiva 86/667 sulla s.r.l. unipersonale che disciplina accanto a tale opzione, quella della costituzione di patrimoni destinati ad una specifica attività nell'ambito del patrimonio dello stesso soggetto. Alla fattispecie ha dato ad attuazione il solo ordinamento portoghese con la norma dell'art. 1 comma 2 del decreto n. 248 del 25 agosto 1986. Sul punto, si rileva che la disciplina portoghese dell'*estabelecimento individual de responsabilidade limitada* ha necessitato di ben trentasei articoli, mentre per introdurre la società unipersonale nel nostro ordinamento è stato sufficiente emendare in taluni punti le regole codicistiche già previste per la Srl. V ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, 560; IBBA C., *La s.r.l. unipersonale tra alterità soggettiva e separazione patrimoniale*, cit., 251. In argomento cfr. sul piano generale già GRISOLI A., *Unipersonalità, patrimonio separato, impresa individuale a responsabilità limitata e problemi affini*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1967, 286.

<sup>321</sup> Così, la giurisprudenza di apertura sul *trust* in realtà segue il medesimo procedimento logico nei limiti in cui ricerca conferma nella legge di ratifica della Convenzione dell'Aja. V. Trib. Pisa, 22 dicembre

tentare una perimetrazione del ricorso alla specializzazione della garanzia patrimoniale nella legislazione commerciale, societaria o finanziaria e nella legislazione più strettamente civile, alla «copertura legislativa» dei patrimoni separati possiamo ricondurre alcune ipotesi di natura finanziaria tra cui la prestazione dei servizi e delle attività di investimento (art. 22, t.u.f., il quale ha ripreso il contenuto – con talune modifiche – dell’abrogato art. 19, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. «Decreto Eurosim»<sup>322</sup>) e della gestione collettiva del risparmio<sup>323</sup>; la legge sulla cartolarizzazione dei crediti pecuniari (art. 3, co. 2, l. 30 aprile 1999, n. 130); il *trust*<sup>324</sup>; i patrimoni dedicati nelle società per azioni; infine, in ambito assicurativo, i conti separati previsti per i premi pagati all’intermediario (art. 117, d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209) e, in quello bancario, gli istituti di pagamento ex art. 114-*duodecies* e 114-*terdecies*, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385<sup>325</sup>. Nonostante la matrice comune della compless(iv)a disciplina del patrimonio separato – rinvenibile nel dato tipizzante delle regole *speciali* sulla limitata disposizione e garanzia della massa patrimoniale – è possibile polarizzare le tecniche nelle quali siffatta disciplina di limitazione è tradotta<sup>326</sup>. Da un lato, si può rilevare una “separazione in senso stretto”<sup>327</sup>, ove la separazione, essendo “endosoggettiva”, non altera il meccanismo giuridico di imputazione in quanto incide

---

2001, in *Trusts*, 2002, 241, sulla quale v. MANES P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in *Contratto e impresa*, 2002, 570 e ss.

<sup>322</sup> Ancor prima, l'applicazione del principio sancito dall'art. 3, comma 2, l. 23 marzo 1983, n. 77 venne estesa a tutte le gestioni patrimoniali dall'art. 8, comma 2, l. 2 gennaio 1991, n. 1, in materia di intermediazione finanziaria, il quale prevedeva espressamente che “Il patrimonio conferito in gestione dai singoli costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello della società e da quello degli altri clienti. Sul patrimonio conferito in gestione non sono ammesse azioni dei creditori della società o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori sono ammesse nei limiti del patrimonio di loro proprietà”.

<sup>323</sup> Per un'analisi approfondita del sistema di segregazione patrimoniale nell'ambito dei rapporti di intermediazione finanziaria v. BARBIERA L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*, cit., 52 ss.; COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, cit., 354 ss; MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contr. e impr.*, 2001, 1362 ss

<sup>324</sup> Oltre, a fini esemplificativi, al fondo patrimoniale, all'accettazione dell'eredità con beneficio di inventario, alla trascrizione di atti di destinazione ai sensi dell'art. 2645-*terc.c.*, che, diversamente da quelli illustrati in precedenza, attengono strettamente, seppur con effetti e modalità distinte, alla sfera della persona e della famiglia o mirano al soddisfacimento di interessi vari meritevoli di tutela.

<sup>325</sup> Oltre alle operazioni di cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico (art. 2, d.l. n. 351/2001) nonché dei crediti di imposta o contributivi (art. 22, co. 4, d.l. 25 settembre 2001, n. 350).

<sup>326</sup> ROJAS ELGUETA G., *Autonomia privata e responsabilità patrimoniale del debitore*, Milano, 2012, 130 ss.

<sup>327</sup> Così, IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, cit., *passim*.

su un'articolazione<sup>328</sup>, su una parte del complesso di beni di cui il soggetto rimane titolare. In tal caso, si configura una garanzia patrimoniale speciale, destinata al soddisfacimento di crediti sorti in relazione all'impiego di quell'articolazione di patrimonio, con conseguente divisione in classi dei creditori e un vincolo di disponibilità (relativo) destinato a incidere sull'amministrazione del patrimonio, in quanto il proprietario lo amministra non come tale ma come "funzionario"<sup>329</sup>. Dall'altro, si può ravvisare una separazione "in senso lato" attuata mediante la entificazione o soggettivizzazione della massa patrimoniale, creata dall'apporto di uno o più patrimoni separati<sup>330</sup>, destinata alla specifica funzione. Questa tecnica ricomprende quelle forme di limitazione che prevedono una "duplicazione soggettiva"<sup>331</sup> in cui l' "ente", distinto dai soggetti ai quali sono riferibili i patrimoni di origine, amministra il patrimonio in funzione dello scopo perseguito (economico o anaeconomico) e per il tramite di una struttura organizzativa più o meno complessa<sup>332</sup>. Indipendentemente dalla tecnica utilizzata per dare rilievo giuridico alla bipartizione patrimoniale e al vincolo impresso nei beni, la separazione – non riducibile esclusivamente in questi schemi – replica alla base una comune logica rinvenibile nel fatto che il soggetto giuridicamente investito di poteri di disposizione agisce in una modalità non libera bensì *funzionale* in vista del perseguimento degli interessi precostituiti e obiettivati in uno scopo o destinazione in vista del quale il valore economico incorporato nei beni inclusi nel perimetro della separazione può essere impiegato. Nella prospettiva della *funzione*, si tratteggia la possibilità di ammettere una dimensione dell'agire umano come espressione della tutela offerta dall'ordinamento a un dato assetto di interessi, senza dover ricorrere necessariamente alla soluzione della costruzione di un "soggetto" e all' "alterità".

Ciò premesso, la disciplina delle singole fattispecie può essere opportunamente letta in chiave strumentale ossia considerando i patrimoni separati quali strumenti volti a regolare *ex ante* le diverse pretese intorno a un patrimonio e a governare determinati conflitti tra titolari di interessi giuridicamente rilevanti vincolando, dunque, il potere di

---

<sup>328</sup> V. SPADA P., *Persona giuridica e articolazione del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 6, 2002, 842 ss. V. altresì, HANSMANN H. –KRAAKMAN R., in *The essential Role of Organisational Law*, 110 Yale Law Journal, 390 (2000).

<sup>329</sup> SALAMONE L., *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, Aa.Vv., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del Convegno di Cassino, 9 ottobre, 2003, a cura di C. Motagnani, Milano, 2004, 98.

<sup>330</sup> In caso, rispettivamente, di fondazione e società unipersonale ovvero di associazione e società.

<sup>331</sup> Tale è il caso della già richiamata cartolarizzazione dei crediti.

<sup>332</sup> Cfr. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.

chi li amministra. In tal modo, il patrimonio separato, sia esso “oggetto” o “soggetto”, rimane sempre attribuito a una *funzione* in quanto garantisce ed è utilizzabile per l’adempimento delle sole obbligazioni sorte nel perseguimento degli interessi sottesi alla loro costituzione. Per tale effetto, il regime di separazione e le obbligazioni che si determinano sui beni non sono altro che “regole d’uso”, condizioni di impiego dell’*eccezione* rispetto alla *regola* dell’art. 2740 c.c., volte a individuare la massa patrimoniale sulla quale grava la garanzia per l’adempimento delle obbligazioni non in ragione della persona del debitore ma in ragione della cura di sfere di interessi precostituiti. Così, mentre nella *regola* il debitore è titolare dal lato passivo dell’obbligo e, dal lato attivo, dei diritti sui beni espropriabili, tale coincidenza non è sempre ravvisabile nell’*eccezione*. Non è difficile, allora, concludere che un bene posto a servizio della tutela di un interesse può prescindere dal diritto di proprietà inteso normativamente dall’art. 832, c.c., e che la ricerca di una titolarità del patrimonio risponde, invero, all’esigenza di rappresentare esternamente la funzione alla quale il patrimonio è destinato<sup>333</sup>. In questo senso, nel variegato e indistinto panorama delle varie tipologie di separazione e di destinazione di beni, emerge il ruolo della separazione del patrimonio quale tecnica di specializzazione della responsabilità dei beni (generalmente destinati): sicchè, la disciplina non riguarda il profilo dell’imputazione, ma piuttosto la circolazione e la responsabilità dei beni.

Nell’ampio spettro dei *tipi* di separazione osservabili nella legislazione e, in particolare, nella gestione di portafogli – nel *sistema* della gestione dei servizi e delle attività di investimento, *ex art.* 22, t.u.f. – e nei i fondi comuni di investimento – nella gestione collettiva del risparmio – la separazione assolve alla medesima funzione garantista. In questi casi, la separazione è strumentale, in quanto è prevista un’amministrazione di patrimoni distinti e autonomi (dall’intermediario o dalla Sgr e da quello degli altri investitori nonché dal depositario o *sub* depositario in caso di fondi comuni) da parte di soggetti diversi da coloro che hanno deciso di determinare, mediante il loro apporto, la creazione di tali patrimoni. A tal fine, la disciplina di settore impone diversi presidi al fine di evitare la confusione tra le masse patrimoniali gestite e quelle degli intermediari. Ma vi è di più. La gestione dei patrimoni distinti è all’evidenza finalizzata alla

---

<sup>333</sup> L’esigenza di svincolarsi “(...) dallo schematicismo concettuale, al quale siamo tradizionalmente legati, per cui quando esiste un bene deve pur esistere un soggetto che con tale bene sia in rapporto giuridico di proprietà”, è espressa da ROSSI G., *Proprietà, persona giuridica e rischio di impresa*, Milano, 1967. V. altresì, IRTI N., *Proprietà e impresa*, Napoli, 1965, 62 e SPADA P., *Persona giuridica ed articolazione del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 842 ss.

soddisfazione di un interesse, ossia l'impiego del patrimonio – inteso in senso *dinamico* – per lo svolgimento del servizio. In quest'ottica, la disciplina *speciale* limitativa della disposizione e della garanzia offerta mira a tutelare non i beni *staticamente* conferiti dagli investitori o dai partecipanti al fondo – che non rappresentano direttamente l'oggetto del godimento – bensì il valore economico in essi incorporato e la ricchezza che, *dinamicamente*, si forma in seguito all'investimento e alla gestione economica del patrimonio<sup>334</sup>. Questo vuol dire che, nella visione economica della gestione degli investimenti finanziari, il godimento delle utilità derivanti dai beni viene attribuito a un soggetto diverso rispetto a colui che li gestisce, trovandosi di fronte a una evidente scissione tra “titolarità” e funzione. Si deve, quindi, evidenziare come le regole in materia di gestione dei patrimoni sono dirette a realizzare tali interessi (degli investitori) a prescindere dalla titolarità e dall'*appartenenza* rilevando, invece, la *produzione* della ricchezza garantita.

#### **4.1. I patrimoni destinati a uno specifico affare**

I patrimoni destinati ad uno specifico affare rappresentano, nell'ambito del diritto delle società, un fenomeno di «segregazione nella segregazione»<sup>335</sup>, considerando che le società di capitali già realizzano, in virtù del riconoscimento della personalità giuridica, una forma di segregazione patrimoniale della società e del suo patrimonio, costituito dagli apporti dei soci, rispetto ai soci stessi e ai rispettivi (residuali) patrimoni<sup>336</sup>. Procedendo a un esame necessariamente descrittivo e sintetico della disciplina, che non esaurisce i diversi profili di interesse che gli istituti in oggetto presentano<sup>337</sup>, l'art. 2447-

---

<sup>334</sup> Per una prospettiva che tende a riconoscere il “vantaggio competitivo” della separazione patrimoniale non legata alla concezione *statica* dei beni, come per le garanzie reali, v. ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.

<sup>335</sup> In questi termini, LAMANDINI M., *I patrimoni “destinati” nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, *Riv. società*, 2003, 491.

<sup>336</sup> In proposito BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 199, distingue le destinazioni cc.dd. personificate, tra le quali l'A. include, appunto, le società di capitali e le destinazioni cc.dd. non personificate, di cui i patrimoni destinati in commento costituiscono un esempio. Tale distinzione si fonda sul fatto che, nel primo caso, vi è la limitazione della responsabilità patrimoniale che consegue alla destinazione avviene attraverso la creazione di un soggetto mentre, nel secondo, si assiste alla frammentazione del patrimonio di un soggetto appartenente ad un medesimo titolare. Ad avviso dell'A. solo in tale ultima ipotesi si realizza il collegamento tra destinazione e creazione di un patrimonio separato.

<sup>337</sup> Si pensi ai profili legati, ad esempio: ai limiti posti dall'art. 2447 *bis*, 2° co., c.c. alla consistenza di un patrimonio destinato (non più del 10% del patrimonio netto della società); alle attività per le quali un



*bis* c.c. comprende sotto la comune denominazione «patrimoni destinati ad uno specifico affare» i due istituti dei cc.dd. «patrimoni destinati in senso stretto» e dei cc.dd. «finanziamenti destinati»<sup>338</sup> che si fondano, a ben vedere, sul concetto unitario di destinazione. Innanzitutto, le società possono, esercitando l'autonomia loro riservata nella configurazione degli istituti in esame, decidere<sup>339</sup> di costituire uno o più patrimoni, ciascuno dei quali destinato in via esclusiva a uno specifico affare<sup>340</sup>, nonché, rispettivamente, di convenire che nel contratto riguardante il finanziamento di uno specifico affare, ai fini del rimborso (totale o parziale) dello stesso finanziamento, siano destinati tutti o parte dei proventi dell'affare.

A tal fine, in entrambe le fattispecie è ravvisabile il funzionamento della tecnica della separazione patrimoniale informata alla logica (tipizzante del fenomeno) di creare una

---

tale patrimonio può essere utilizzato (esclusione dell'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali); al coordinamento dei predetti limiti con l'inciso iniziale della norma richiamata che fa «salvo quanto disposto in leggi speciali»; alle questioni legate alla competenza inerente alla costituzione di tali patrimoni; alla disciplina dell'ipotesi patologica in cui la realizzazione dell'affare diventa impossibile (cfr. art. 2447 *novies* c.c.).

<sup>338</sup> Si tratta della fattispecie individuata dall'art. 2447 *bis*, 1o co., lett. a), c.c., detta anche «modello industriale» di patrimonio destinato e, rispettivamente, di quella definita dal medesimo art., 1o co., lett. b), detta anche «modello finanziario» di patrimonio destinato. Tale terminologia è in particolare impiegata da DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le Soc.*, 2002, n. 6, 665 s. e ripresa anche da FALCONE G., *Patrimoni “destinati” e finanziamenti “dedicati”: la posizione dei creditori e le prospettive concorsuali*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005, 178 s. Si noti che, sebbene, come rilevato nel testo, il concetto di destinazione sia, in effetti, alla base di entrambi gli istituti in discorso, gli istituti stessi presentano caratteristiche, genetiche e funzionali, distinte. Il fatto che si tratti di due specie di patrimoni destinati è peraltro affermato nella stessa relazione, secondo la quale l'attuazione dei principi contenuti

nella legge delega ha avuto luogo avendo riguardo a «due modelli che pur uniti nel vertice da un fenomeno di separazione nell'ambito di un patrimonio facente capo ad un unico soggetto, si differenziano notevolmente tra loro per quanto attiene al contenuto della disciplina e alla funzionalità pratica». Per ulteriori approfondimenti in materia v. anche AA. VV., *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003; AA. VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca e Presti, Milano, 2003.

<sup>339</sup> Peraltro, l'autonomia riservata alla società nella configurazione degli istituti in esame frustra, per alcuni profili, la genuinità dell'istituto e non ne rende possibile un inquadramento né una ricostruzione unitaria. Con ciò non si vuole significare, si noti, che la regolamentazione delle fattispecie in questione avrebbe dovuto essere maggiormente dettagliata *tout court* quanto, piuttosto, evidenziare che la possibilità di qualificare le suddette fattispecie come «patrimoni separati» destinati ad uno specifico affare si sarebbe realizzata soltanto ove fosse stato stabilito che gli effetti tipicamente connessi ad un patrimonio destinato ad uno specifico affare sono in ogni caso le medesime, eventualmente lasciando una maggiore autonomia circa gli scopi perseguibili. Sul punto cfr. anche GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005, 48 s.

<sup>340</sup> Tale specie di patrimonio destinato dovrebbe costituire, almeno nelle intenzioni del legislatore delegante, un'alternativa «operativamente equivalente» alla costituzione di una nuova società ovvero alla creazione di un gruppo societario (cfr. GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003) la quale presenti il vantaggio di eliminare i costi di costituzione, mantenimento ed estinzione, normalmente connessi ad una tale iniziativa.

parte ovvero un'articolazione del complesso di beni distinta dal restante patrimonio facente capo alla società, *al fine* di imprimergli un vincolo di destinazione a un preciso scopo, per la cura di interessi non necessariamente altrui ma precostituiti, ossia la realizzazione di uno specifico affare<sup>341</sup> che non è normativamente previsto e di cui il legislatore si interessa solo per escludere che possa essere attinente ad attività riservate in base a leggi speciali. Al di là dei diversi e possibili modelli utilizzati, in cui non si ravvisa né autonomia esterna né alterità soggettiva, gli schemi di fondo replicano, a ben vedere, le limitazioni in punto di *disponibilità* e *garanzia*, pervenendo allo stesso risultato di modificare il regime giuridico della massa patrimoniale in virtù del vincolo di destinazione impresso. In primo luogo, il vincolo produce l'effetto giuridico di limitare la disposizione dei beni oggetto della separazione da parte della società<sup>342</sup> che non potrà utilizzarli, benché titolare, in quanto destinati ad assolvere a una specifica

---

<sup>341</sup> Si accenna brevemente che il concetto di affare è suscettibile di essere inteso in senso restrittivo, vale a dire per individuare un'opportunità economica circoscritta, la cui esecuzione è destinata ad esaurirsi in un determinato volgere di tempo (con la realizzazione dell'affare) ovvero in senso estensivo, come attività che può anche avere carattere continuativo e, quindi, consistere, ad esempio, in un ampliamento dell'oggetto sociale con riferimento ad un nuovo prodotto. A favore della concezione restrittiva si sono espressi COLOMBO G.E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati, prime considerazioni*, Banca borsa e tit. cred., 2004, 31 ss.; FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fallimento*, 2003, 811; SANTOSUOSSO D.U., *I patrimoni destinati, tipologie e disciplina*, in *Dir. e prat. soc.*, 2003, n. 10, 24; GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, 172. Intendono, invece, in senso estensivo il termine "affare", MONTINARO R., *Trust e negozio di destinazione allo scopo*, Milano, 2004, 351; COMPORTI C., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, II, Torino, 2003, 978; GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003, 646; LENZI R., *I patrimoni destinati, costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notariato*, 2003, I, 554; MAFFEI ALBERTI A., *Commento agli articoli 2447 bis e seguenti del codice civile*, in Id., *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al D. Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, II, Padova, 2005, 1678 s. Si esprime, poi, a favore di una posizione intermedia GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 66 s.

<sup>342</sup> I beni in questione differiscono nei due modelli di patrimoni destinati in relazione alla differente matrice del patrimonio stesso, il quale risulta formato da mezzi propri della società e, solo eventualmente, da apporti di terzi in un caso, e da risorse consistenti in prevalenza nei proventi derivanti dalla realizzazione dello specifico affare, nell'altro caso. Più esattamente, nel modello industriale, la deliberazione di costituzione del patrimonio separato destina, fin da principio, ad uno "specifico affare", una (o anche più di una) porzione del patrimonio sociale (già esistente), in via esclusiva; nel modello finanziario, invece, si assiste al finanziamento di uno "specifico affare" ed è il contratto relativo a tale finanziamento a stabilire che tutti o parte dei proventi dell'affare (non ancora esistenti) siano destinati, in via esclusiva, al rimborso, totale o parziale, del finanziamento medesimo. Si precisa, peraltro, che, in conformità dell'art. 2447 *decies*, 4o co., c.c., il patrimonio separato può essere costituito, oltre che da tutti o parte dei proventi dell'affare, anche dai frutti degli stessi e dagli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore. La composizione del patrimonio separato è, dunque, nel modello finanziario potenzialmente variabile. Rileva la non trascurabilità di tale differenza anche GIANNELLI G., *op. cit.*, 171.

funzione, individuata nello svolgimento di uno o di un altro specifico affare<sup>343</sup> ovvero nel rimborso del finanziamento ricevuto<sup>344</sup>. Anche in questo caso, la separazione patrimoniale è presidiata da regole previste specificatamente dalla relativa disciplina che impone, tra l'altro, l'obbligo di nominare una società di revisione incaricata del controllo contabile sull'andamento dell'affare – qualora la società non sia già sottoposta alla revisione contabile ed emetta titoli sul patrimonio diffusi tra il pubblico in misura rilevante e offerti ad investitori non professionali; di indicare, in sede di deliberazione istitutiva, le regole di rendicontazione dello specifico affare e quelle afferenti le modalità di tenuta dei libri e delle scritture contabili, nonché i criteri di indicazione nel bilancio dei beni e dei rapporti giuridici compresi nei patrimoni destinati<sup>345</sup>; di redigere

---

<sup>343</sup> Al riguardo, l'art. 2447 *ter* c.c. impone che dalla deliberazione risultino: i) l'affare al quale il patrimonio è destinato; ii) i beni e i rapporti giuridici compresi nel patrimonio; iii) il piano economico-finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte ai terzi. Gli elementi essenziali elencati devono essere ritenuti un tutto funzionalmente inscindibile, necessario ad individuare le componenti del patrimonio destinato e a tratteggiarne le principali caratteristiche, fondato che, grazie alla presenza di un piano e di un concreto interesse alla realizzazione del medesimo persegue altresì una finalità antielusiva. Si pensi, quale fattispecie giuridicamente vicina a quella in esame, al regolamento di gestione di un fondo comune di investimento, il quale definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, disciplina i compiti dei soggetti gestori nonché i rapporti intercorrenti tra questi soggetti e i partecipanti al fondo. Per quanto di rilievo nel confronto con i patrimoni destinati in relazione all'aspetto in discorso nel testo, si osserva che il regolamento di gestione stabilisce gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi nonché il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; cfr. art. 39 t.u.f. e le disposizioni di attuazione contenute nel regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, al titolo V, cap. I. Per completezza, benché l'analisi di tali elementi esuli dall'ambito e dallo scopo del presente lavoro, si segnala inoltre che la deliberazione costitutiva deve inoltre indicare se il patrimonio sarà costituito anche da beni apportati da terzi [art. 2447 *ter*, lett. d)] e se intende emettere strumenti di partecipazione all'affare [art. 2447 *ter*, lett. e)].

<sup>344</sup> La disciplina codicistica non prevede restrizioni tipologiche in ordine ai beni e ai rapporti giuridici che possono essere inclusi in un patrimonio destinato<sup>35</sup>; ciò che rileva è che la deliberazione istitutiva di tali patrimoni individui dettagliatamente i beni e i rapporti giuridici soggetti al vincolo di separazione. Tale elemento evidenzia l'autonomia della società nella individuazione dei beni e dei rapporti giuridici compresi nel patrimonio destinato, in parte necessitata dalla stretta connessione del patrimonio, e quindi dei beni costituenti il medesimo, con lo specifico affare cui il patrimonio stesso è destinato. D'altra parte l'elemento in questione caratterizza altresì l'istituto in sé considerato: non viene normativamente sancita alcuna differenziazione tipologica tra patrimoni destinati, ad esempio in relazione alla funzione cui devono assolvere rispetto alla società alla quale si riferiscono, in ciò distinguendosi dai fondi comuni di investimento. Questi ultimi sono infatti normativamente distinti in funzione della forma, aperta o chiusa, e della tipologia, a propria volta individuata attraverso i beni tipici di investimento, in fondi aperti armonizzati e non armonizzati, fondi mobiliari chiusi, fondi immobiliari chiusi, fondi riservati, fondi speculativi i quali ultimi soltanto possono essere investiti in qualunque bene indicato nell'art. 4, 2o co., d.m. 24 maggio 1999, n. 218 e successive modificazioni, nella percentuale autonomamente prescelta dal gestore.

<sup>345</sup> Detti libri devono essere tenuti separatamente e in conformità delle prescrizioni dell'art. 2214 c.c. e devono comprendere, in caso di emissione di strumenti finanziari, anche un ulteriore libro che indichi le

un rendiconto separato<sup>346</sup>. In secondo luogo, la destinazione impressa nei beni si riflette sul regime della responsabilità patrimoniale della società e di garanzia dei beni, osservando che i beni destinati allo scopo precostituito non solo devono essere impiegati esclusivamente per il fine destinatorio, ma garantiscono solo le obbligazioni assunte nel perseguimento di quei fini e in relazione al patrimonio medesimo<sup>347</sup>. Distinguendo i beni destinati allo scopo da quelli che non lo sono, nell'ambito del patrimonio complessivo della società stessa, si verifica, in conseguenza della separazione patrimoniale, una diversità di regimi giuridici. La rappresentata diversificazione *funzionale* del regime di responsabilità patrimoniale genera,

---

caratteristiche tecniche e di circolazione di tali strumenti. Nella redazione del bilancio, i suddetti beni e rapporti devono essere indicati in maniera distinta nello stato patrimoniale della società e devono essere illustrati, per valore e per tipologia,

nella nota integrativa del bilancio stesso. Peraltro, l'obbligo di contabilizzazione separata impone anche di individuare i criteri di imputazione dei costi comuni. È infatti prevedibile che in considerazione della vocazione propria dei patrimoni destinati si tenda ad un risparmio di costi che si traduce nell'aumento del numero e del rilievo dei servizi comuni, quali ad esempio quelli amministrativi. Non a caso, l'art. 2447 *septies* c.c. prevede che nella nota integrativa gli amministratori devono illustrare «i criteri adottati per la imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo». I chiarimenti relativi al valore e alla tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio separato, compresi quelli apportati da terzi, sui criteri adottati per l'imputazione degli elementi comuni di costo e ricavo, sulla disciplina della responsabilità dovranno essere forniti dagli amministratori nella nota integrativa al bilancio della società, posto che il rendiconto specificamente afferente il patrimonio separato non contempla la redazione di alcuna nota integrativa.

<sup>346</sup> Tale rendiconto deve essere allegato al bilancio ai sensi degli artt. 2423 ss. c.c. Si noti che il rendiconto in questione è a ben vedere un bilancio che deve essere redatto nel rispetto dei richiamati articoli; un bilancio particolare costituito, tuttavia, soltanto dallo stato patrimoniale e dal conto economico, posto che le indicazioni relative al patrimonio destinato devono essere contenute nella nota integrativa del bilancio della società. Ai sensi dell'art. 2447 *novies* c.c. l'organo amministrativo deve altresì redigere un rendiconto finale quando l'affare si realizza ovvero ne è divenuto impossibile il compimento (la deliberazione costitutiva del patrimonio può, peraltro, prevedere anche altri casi di cessazione della destinazione del patrimonio allo specifico affare). Il rendiconto finale, accompagnato da una relazione dei sindaci e del soggetto incaricato della revisione contabile deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese.

<sup>347</sup> Peraltro, la distinta imputazione dei costi comuni può portare ad una situazione in cui la società può aver anticipato, con il suo proprio patrimonio spese parzialmente imputabili al patrimonio separato. In tale ipotesi, data l'unicità del soggetto cui fa riferimento la titolarità del patrimonio complessivo e del patrimonio separato, per le somme corrispondenti ai costi imputabili al patrimonio separato, la società può concorrere – deve ritenersi – a parità di condizioni con i creditori del patrimonio separato; ogni diversa soluzione contrasterebbe con l'esigenza di determinare con esattezza i risultati dello specifico affare gestito attraverso il patrimonio separato, cui è finalizzato l'obbligo della contabilità separata e comporterebbe il riconoscimento ai creditori del patrimonio separato di un vantaggio ingiustificato rispetto ai creditori della società. Inoltre, ove la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato preveda la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni contratte in connessione con lo specifico affare, «l'impegno da ciò derivante deve risultare in calce allo stato patrimoniale e deve formare oggetto di valutazione secondo criteri da indicare nella nota integrativa». La medesima prescrizione si applica anche nelle ipotesi in cui la responsabilità illimitata della società non riguardi tutte le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare o riguardi le obbligazioni da fatto illecito.

all'evidenza, una restrizione dell'ambito della responsabilità patrimoniale della società nei confronti di distinte categorie di creditori (generalisti e speciali), stabilendo una relazione biunivoca tra titolo del diritto vantato da ciascuna classe creditoria e massa patrimoniale aggredibile<sup>348</sup> derogando, dunque, al regime generale di cui all'art. 2740 c.c.

Segnatamente, l'effetto di separazione patrimoniale, che normalmente consegue alla creazione di un vincolo di destinazione, consiste, da un lato, nella esposizione del compendio di beni – il patrimonio destinato, appunto – alle sole pretese e azioni esecutive dei creditori «particolari», il cui credito si origina da obbligazioni e rapporti giuridici che insistono sui beni separati (in quanto il titolo di tali diritti risulta da obbligazioni assunte in riferimento a detti beni ovvero contratte per il perseguimento dello scopo)<sup>349</sup>, dall'altro, nella sottrazione del patrimonio destinato alla garanzia dei creditori «generalisti» della società, essendo opponibile agli stessi il vincolo di destinazione. Di conseguenza, la società risponde con il *proprio* patrimonio (con tutti i propri beni, presenti e futuri) delle obbligazioni contratte con i terzi per gli atti non inerenti allo specifico affare<sup>350</sup> e, corrispondentemente, risponde delle obbligazioni

---

<sup>348</sup> È infatti previsto che la rilevata bilateralità *i)* viene meno automaticamente, per disposizione imperativa di legge (cfr. art. 2447 *quinquies*, 3° co., ult. parte, c.c. per il quale «resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito») ovvero *ii)* può venire meno, se in tal senso dispone l'autonomia statutaria. Dal primo punto di vista, la responsabilità sociale è illimitata con riguardo alle obbligazioni derivanti da fatto illecito, in relazione alle quali la società è tenuta a rispondere con tutto il proprio patrimonio, separato e non (ciò significa che la separazione patrimoniale è opponibile riconoscendo soltanto ai creditori volontari, intendendosi per tali quei creditori che hanno concesso credito sulla base di una valutazione di merito avente ad oggetto il contenuto della delibera di costituzione, ma anche che, in ragione del carattere eccezionale della disciplina del patrimonio destinato, l'utilizzo illecito dello stesso comporta il venir meno del regime di separazione e la correlativa espansione della responsabilità patrimoniale della società ; GIANNELLI, *op. loc. ult. cit.*). Dal secondo punto di vista, è la stessa deliberazione costitutiva del patrimonio che potrebbe prevedere un regime di responsabilità patrimoniale diverso per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare. Tale ultima considerazione è deducibile, *a contrario*, dall'art. 2447 *quinquies*, 3o co., prima parte, c.c. ai sensi del quale: «Qualora la deliberazione prevista dall'articolo 2447 *ter* non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato».

<sup>349</sup> Cfr. art. 2447 *quinquies*, 1o co., c.c. In caso di redazione di rendiconto finale ai sensi dell'art. 2447 *novies* c.c., prima che siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni contratte per lo svolgimento dello specifico affare cui il patrimonio era destinato, i relativi creditori possono chiederne la liquidazione mediante lettera raccomandata da inviare alla società entro 90 giorni dal deposito del rendiconto. In tal caso, trovano applicazione le previsioni in materia di liquidazione della società, in quanto compatibili. Sono in ogni caso salvi i diritti dei creditori previsti dall'art. 2447 *quinquies*, c.c.

<sup>350</sup> Ne consegue una limitazione della capacità di rappresentanza degli amministratori della società stessa. Peraltro, nell'ipotesi in cui gli amministratori agiscano in contrasto con il vincolo di destinazione, la società è gravata anche dall'onere di provare che i terzi con essa contraenti hanno agito intenzionalmente a danno della medesima; la limitazione ai poteri degli amministratori derivante dalla costituzione del

affendenti il patrimonio separato esclusivamente con quei beni inclusi nella parte separata del patrimonio<sup>351</sup>. Tuttavia, anche se per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la Spa risponde nei limiti del patrimonio destinato allo stesso, con l'art. 2447 -*quinquies*, comma 3, seconda parte, c.c. il legislatore fa salva la responsabilità illimitata del patrimonio generale per le obbligazioni derivanti da “*fatto illecito*”. Si tratta, a ben vedere, della penetrazione nell'ordinamento di quella tendenza, sviluppata in altri ordinamenti (i.e. nordamericano), che fonda i limiti del privilegio della limitazione della responsabilità sulla distinzione della natura della fonte dell'obbligazione.

Con riguardo alle obbligazioni affendenti il patrimonio residuo, risultante dalla differenza tra il patrimonio complessivo e quello separato, la medesima società risponde solo con quei beni costituenti tale parte di patrimonio sulla quale, dunque, in ragione della anzidetta relazione biunivoca, potranno rivalersi solo i creditori il cui diritto trova fondamento in obbligazioni concernenti detti ulteriori beni residui.

Ciò premesso, è evidente come i concetti di *destinazione* e di *separazione* patrimoniale, pur non equipollenti, siano, dal punto di vista *funzionale*, in un rapporto di complementarità, in quanto la seconda viene normalmente intesa come effetto necessario, naturale, per assicurare effettività alla «destinazione»<sup>352</sup>. Donde, il sovente impiego alternativo delle suddette dizioni.

Tuttavia, il conseguimento degli effetti derivanti dalla destinazione e dalla separazione patrimoniale richiede il (pieno) rispetto delle condizioni e dell'*iter* procedimentale fissati in via normativa a tutela dei creditori e dei terzi in genere, soprattutto mediante il ricorso ad adeguate forme di pubblicità. In tal caso, è previsto che la deliberazione istitutiva del patrimonio deve essere depositata e iscritta presso l'ufficio del registro delle imprese<sup>353</sup>, momento dal quale decorre il termine di sessanta giorni entro il quale i

---

patrimonio destinato non è infatti opponibile ai terzi se non nei ristretti limiti di cui all'art. 2384, 2° co., c.c. In tal senso, GIANNELLI, *op. cit.*, 173.

<sup>351</sup> Ovviamente, non è possibile alcuna compensazione tra i risultati ottenuti dall'esercizio dell'attività sociale e dallo svolgimento dello specifico affare: le perdite dell'uno non incidono sugli utili dell'altro né sulla possibilità di procedere alla distribuzione dei medesimi e viceversa.

<sup>352</sup> FALZEA A., *Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003, 27 ss., ove l'A. sottolinea come l'intento primario sia quello di far sì che la destinazione allo scopo sia il tratto peculiare di un istituto effettivamente assimilabile - sul piano funzionale - al *trust* anglosassone.

<sup>353</sup> Tale adempimento comporta che la deliberazione sia sottoposta al controllo del notaio il quale verifica la rispondenza della medesima deliberazione alle condizioni previste dalla legge, a norma dell'art. 2436 c.c. Coerentemente con la disciplina esposta nel testo, per l'ipotesi in cui il patrimonio destinato sia

creditori sociali anteriori alla deliberazione medesima possono opporsi alla costituzione di un patrimonio destinato<sup>354</sup>.

Solo a partire dal decorso del suddetto termine, senza che sia intervenuta alcuna opposizione dei creditori ovvero, in alternativa, dal momento dell'iscrizione nel registro delle imprese del provvedimento del tribunale inerente all'esecuzione della deliberazione istitutiva, possono dirsi sussistenti gli effetti della diversificazione del regime di responsabilità patrimoniale della società. L'opposizione ai terzi delle obbligazioni assunte dalla società in conseguenza degli atti relativi al patrimonio separato richiede, altresì, la menzione del vincolo di destinazione nei suddetti atti che ha, evidentemente, effetto costitutivo dello speciale regime di responsabilità derivante dalla separazione patrimoniale in quanto, diversamente, l'atto non è giuridicamente imputato al patrimonio destinato e la società risponde delle obbligazioni in discorso con il proprio patrimonio «residuo»<sup>355</sup>. Ciò che rileva, dunque, ai fini dell'imputazione al patrimonio destinato dell'opponibilità del vincolo di destinazione, è la dichiarata *funzionalizzazione* di ciascun atto afferente lo specifico affare all'affare stesso.

Alla luce delle peculiarità della fattispecie (seppur sinteticamente) tratteggiata, si evidenzia che, diversamente da quanto avviene nell'ambito della gestione collettiva del risparmio e dei servizi e le attività di investimento, la destinazione del patrimonio si pone, rispetto alla separazione, in un momento logicamente antecedente, ove è possibile riscontrare un rapporto di causa-effetto tra la destinazione di un patrimonio a un determinato scopo e la separazione di quest'ultimo rispetto al restante patrimonio del soggetto (o dei soggetti) che la destinazione ha (hanno) compiuto. In sintesi, l'individuazione di un certo fine di destinazione importa che i beni destinati a quel fine costituiscano una massa separata rispetto al patrimonio complessivo del soggetto considerato.

Al contrario, è evidente come nei servizi e nelle attività di investimento nonché nei fondi comuni di investimento – questi ultimi ricostruiti e letti alla stregua di fenomeno di “investimento” che coinvolge una pluralità di soggetti a cui fanno capo diversi

---

costituito anche da beni immobili o da beni mobili iscritti in pubblici registri, l'efficacia della separazione è subordinata alla trascrizione del vincolo di destinazione dei suddetti beni nei rispettivi registri.

<sup>354</sup> Cfr. art. 2447 *quater* c.c. Tale diritto di opposizione deve essere collegato alla potenziale lesione dei diritti patrimoniali di tali creditori. È infatti solo ove la società costituente presti una «idonea garanzia» che il giudice può disporre che la deliberazione istitutiva sia eseguita, nonostante la suddetta opposizione. Si osserva che la rilevata possibilità di opposizione concessa ai creditori sociali è analoga, *mutatis mutandis*, a quella prevista in ipotesi di riduzione di capitale (art. 2445, 3° co., c.c.); di fusione (art. 2503, 1o co., c.c.) e di scissione (art. 2506 *ter*, 5o co., c.c., che richiama l'art. 2503 c.c.).

<sup>355</sup> Cfr. art. 2447 *quinquies*, 3° co., c.c.

interessi – la disciplina sulla separazione, assolvendo la fondamentale funzione garantistica ossia di tutela del cliente stesso, presuppone avvenuta la “destinazione” intesa, dunque, non come imposizione di un vincolo di scopo in ordine a una determinata massa patrimoniale bensì in termini di impiego di una parte del patrimonio dell’investitore per lo specifico fine dell’investimento del risparmio.

In ogni caso, tuttavia, l’obiettivo è la funzionalizzazione dei beni, concepiti in modo *dinamico* in rapporto alla loro redditività e produttività per lo svolgimento di una determinata attività economica e non nella prospettiva *statica* dell’appartenenza. La funzione, in conclusione, rappresenta la ragion d’essere della separazione in quanto il patrimonio è posto “in relazione” non al soggetto bensì all’attività economica<sup>356</sup>.

## 4.2 Il *trust*.

L’istituto del *trust* rappresenta la figura generale di separazione patrimoniale, dal momento che il ricorso a tale istituto, senza creazione di un nuovo centro di diritto, rende possibile la destinazione di un complesso patrimoniale a molteplici finalità la cui individuazione è di norma rimessa alla volontà del disponente (il riferimento prioritario – ma non esaustivo – è ai cc.dd. *express trusts* ed ai cc.dd. *implied trusts*, riconducibili al volere di un soggetto privato)<sup>357</sup>.

A mezzo del *trust* un soggetto (*settlor*) trasferisce (con atto tra vivi o *mortis causa*) a un altro soggetto (*trustee*) la proprietà di beni (c.d. *trust fund*), conferendo l’incarico di utilizzare i medesimi a vantaggio di un terzo (*beneficiary*) ovvero per il perseguimento di uno scopo. La costituzione del *trust* determina “generalmente” un passaggio di proprietà in capo al *trustee*<sup>358</sup> e un effetto segregativo. A tal fine, importante effetto del *trust* che rileva nell’analisi della separazione patrimoniale è che i beni e i diritti acquistati dal *trustee* per effetto del *trust*, pur costituendo parte del suo patrimonio, sono sottratti alla garanzia patrimoniale dei creditori personali del *trustee*, in ciò riscontrandosi l’elemento comune con le forme di tipiche di separazione patrimoniale

---

<sup>356</sup> FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008, 20 ss.

<sup>357</sup> Per una ricostruzione del *trust* come possibile strumento di coercibilità degli obblighi parasociali, v. TUCCI A., *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005; ID., *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Le Soc.*, 2000.

<sup>358</sup> Tuttavia, il Codice civile del Quebec (artt. 1260 e 1261) adotta una soluzione diversa ed “estrema” per la quale la proprietà dei beni oggetto del *trust* non si determina in capo a nessuno dei soggetti coinvolti – né al *settlor*, né al *trustee* né al *beneficiary* – circostanza, questa, che rende ancora più evidente la destinazione allo scopo che costituisce l’elemento caratterizzante il *trust*.



già analizzate (e da analizzare). In particolare, i beni o diritti oggetto del *trust* (detti *trust property* o *trust estate* o *trust fund*)<sup>359</sup> costituiscono un patrimonio separato da quello del *trustee* e inattaccabile dai suoi creditori personali nonché da quelli del *settlor*, dato che i cespiti sono «usciti» dalla sua sfera di appartenenza a seguito del trasferimento al *trustee* o del mutamento del titolo<sup>360</sup> e in considerazione della destinazione per il soddisfacimento delle pretese contratte dal *trustee* nell'amministrazione di esso (ovvero di quelle del beneficiario)<sup>361</sup>. I beni della *trust property*, già nella definizione dalla Convenzione dell'Aja, compongono, dunque, un compendio distinto dal restante patrimonio del *trustee* e, segnatamente, un patrimonio separato amministrato e gestito dal *trustee*, che può, dunque, disporne, nel rispetto di quanto stabilito nell'atto istitutivo e dalle prescrizioni di legge, con obbligo di renderne il conto. Nei giudizi che riguardino la massa separata, che non rappresenta una persona giuridica né altro ente autonomo, legittimato attivo e passivo è il *trustee*, in tale sua qualità. La separazione patrimoniale esclude il *trust fund* dal fallimento del *trustee*: diversamente, infatti, i creditori concorsuali s'arricchirebbero, ingiustificatamente, a spese del “cestui que trust”, poiché a essi non potrebbero spettare diritti maggiori di quelli spettanti, nei riguardi del beneficiario, al *trustee* dichiarato fallito. Al *trust*, in conclusione, si ben si adatta la nozione di “patrimonio separato” coniata dalla dottrina italiana sin dalla prima metà del secolo scorso, che li intese quali «masse di beni» che «pur non cessando di appartenere allo stesso soggetto, stanno ciascuna a sé»<sup>362</sup>.

<sup>359</sup> Si fa qui riferimento alla generica categoria del *trust shapeless*, delineata dall'art. 2 della Convenzione de L'Aja.

<sup>360</sup> Sul punto, v. Trib. Reggio Emilia, 14 maggio 2007, in *GDir*, 2007, 26, 50.

<sup>361</sup> Per una compiuta definizione dottrinale dell'istituto, oltre a LUPOI M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano*, cit., 973, v. anche FRANCESCHELLI R., *Il «trust» nel diritto inglese*, Padova, 1935, 138, che descrive l'istituto come «rapporto fiduciario derivante dalla volontà privata o dalla legge, in virtù del quale colui (fiduciario, *trustee*) che ha su determinati beni la proprietà formale (*trust ownership, legal estate*) o la titolarità, è tenuto per effetto della proprietà sostanziale (*beneficiary ownership, equitable estate*) che non è in lui, a custodirli e (o) amministrarli, o comunque a servirsene a vantaggio di uno o più beneficiari, tra i quali può essere compreso, o di uno scopo» e, per la dottrina francese, LEPAULLE, *Traité théorique et pratique des Trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international*, Paris, 1932, 31, in cui l'istituto è definito come «un patrimoine indépendant de tout sujet de droit et dont l'unité est constituée par une affectation qui est libre dans les limites des lois en vigueur et de l'ordre public». SICLARI R., *Il trust nella convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985, un nuovo modello negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, p. 93

<sup>362</sup> Specie quando s'abbia riguardo al modello c.d. autodichiarato, in cui manca una attribuzione traslativa dal disponente al *trustee*. MESSINEO F., *Manuale di diritto civile e commerciale*, I, Milano, 1947, 223. Cfr. anche PINO A., *Il patrimonio separato*, cit., 2, dove si legge che «il patrimonio separato e il patrimonio autonomo hanno un'identica natura giuridica, e si differenziano l'uno dall'altro, perché il primo appartiene ad un unico soggetto, e il secondo a più soggetti».

La cosiddetta “segregazione patrimoniale” è, dunque, tratto saliente ed essenziale del *trust* e costituisce l’effetto minimo del riconoscimento di un *trust* costituito in conformità alla sua legge regolatrice<sup>363</sup>. Nondimeno, tale effetto segregativo sussiste se e fino a quando sia efficace il vincolo del *trust* o fino a quando tale vincolo non venga caducato per effetto di annullamento o di revocazione del relativo negozio costitutivo<sup>364</sup>.

Alla cessazione del *trust*, i beneficiari hanno il diritto di divenire pieni proprietari dei beni del *trust*; fino al suddetto momento non possono gestire i beni ma possono soltanto trasferire l’aspettativa del vantaggio (*equitable interest*) loro spettante. Là dove il *trustee* compia atti di *disposizione in breach of trust*, il beneficiario può esperire le c.d. azioni di *tracing* o di *following the property*, che si atteggiavano come un rimedio equitativo reipersecutorio che permette al beneficiario di conservare intatti i propri diritti (equitativi) sui beni costituenti l’oggetto originario del *trust* mediante la condanna del terzo acquirente, purché in mala fede o avente causa a titolo gratuito, all’osservanza delle obbligazioni originariamente gravanti sul *trustee*. In tal caso, è indubbia la prevalenza dell’*Equity* sulla *Common law*.

Dalla sommaria analisi dei profili qualificanti della disciplina di tale istituto, se ne comprende l’evidente rilievo sistematico della destinazione allo scopo, che costituisce l’elemento caratterizzante il *trust*, posto che nella sua regolamentazione sono coinvolti diversi aspetti inerenti alle riferite limitazioni contenutistiche del normale contenuto del diritto di proprietà, alle restrizioni convenzionali alla libera circolazione dei beni, alla deroga al principio di universalità della responsabilità debitoria e di *par condicio creditorum* di cui agli artt. 2740 e 2741 c.c.<sup>365</sup>.

---

<sup>363</sup> Così statuisce l’art. 11 secondo della «*Convenzione sulla legge applicabile ai trusts e sul loro riconoscimento*» adottata a L’Aja l’1/7/1985 (ratificata dall’Italia – senza riserve – con la Legge 9/10/1989 n.364) ed entrata in vigore l’1/1/1992: «*a trust created in accordance with the law specified by the preceding chapter shall be recognized as a trust. such recognition shall imply, as a minimum, that the trust property constitutes a separate fund ...*» ovvero «Un *trust* istituito in conformità alla legge determinata in base al capitolo precedente sarà riconosciuto come *trust*. Tale riconoscimento implica, quanto meno, che i beni in *trust* rimangano distinti dal patrimonio personale del *trustee*»

<sup>364</sup> Trib. Siena, ord. 16 gennaio 2007, in *La giurisprudenza italiana sui trust: dal 1899 al 2009, 2011*, (a cura di) LUPOI M., 277.

<sup>365</sup> In assoluta analogia con il disposto degli artt. 2092 e 2093 del code civil transalpino. Sul fondamentale principio della *par condicio creditorum*, ossia della eguale soggezione di tutti i creditori al medesimo rischio di mancata soddisfazione in sede esecutiva, cfr., *ex pluribus*, JAEGER P. G., *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 105 ss.; SCHLESINGER P., *L’eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1995, 330 ss.; ROPPO E., *Par condicio creditorum sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all’art. 2741 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, 305 ss.

Invero nel *trust* la separazione è particolarmente intensa, sia perché irreversibile, considerando che il bene conferito in *trust* non ritorna in capo al *settlor*, sia perché è una separazione biunivoca, nel senso che non soltanto i creditori personali del *settlor* non possono aggredire il bene segregato, ma anche i creditori del *trust* non possono aggredire gli altri beni del disponente. C'è una netta separazione sul piano attivo e sul piano passivo non sempre riscontrabile nelle altre tipologie di patrimoni di destinazione, perché in molti di questi la separazione è un aggravio, nel senso che il creditore personale non può aggredire il patrimonio separato, ma il creditore del patrimonio separato può aggredire i restanti beni del patrimonio personale<sup>366</sup>.

In tal modo, lo schema del *trust*, così come riconosciuto e veicolato nel nostro ordinamento dalla giurisprudenza, mutua profili sostanziali dallo schema anglosassone, quali l'autonomia del patrimonio conferito; il potere-dovere del *trustee* di amministrare, gestire o disporre dei beni del *trust* (con l'obbligo di rendere il conto); l'essere i beni del *trust* intestati al *trustee*, ma esclusi dal patrimonio di quest'ultimo. Ne deriva che la ritenuta incomunicabilità bidirezionale tra il patrimonio separato e il patrimonio del soggetto che ne è titolare, secondo uno schema di separazione patrimoniale perfetta, deriva dall' "affidamento" del diritto al *trustee* sulla base della fiducia che ispira il negozio<sup>367</sup>.

Ciò premesso, si evidenzia, peraltro, come la problematica principale sottesa all'istituto del *trust* sia il suo corretto inquadramento nel nostro ordinamento giuridico ove il punto di maggiore criticità è dato dal cd. sdoppiamento della proprietà, per così dire limitata ovvero condizionata, apparentemente incompatibile con il nostro sistema, se non sottoponendo a una rivisitazione radicale alcuni principi tradizionali, come quello della tipicità dei diritti reali e dell'assolutezza ed esclusività del diritto di proprietà. Da ciò l'obbligata conclusione, a cui giunge una parte della giurisprudenza, secondo cui il panorama dei diritti reali del nostro ordinamento non consente di individuare una

---

<sup>366</sup> Così, DELL'ANNA P., *Patrimoni destinati e fondo patrimoniale*, Torino, 2009, 8. Tuttavia, argomentando in tema di effetti segregativi sui beni in *trust*, sembra che debba essere esclusa una tale biunivocità rispetto al *trustee*, nel senso che i creditori personali del *trustee* non possono rivalersi sui beni conferiti in *trust*, ma i creditori del *trust* possono rivalersi sui beni personali del *trustee*. Per tale orientamento, v. LEUZZI S., in *I Trusts nel diritto di famiglia*, Milano, 2012, 49 s., per il quale "la separazione patrimoniale prodotta dal *trust* è unilaterale (e non bilaterale), sì che il *trustee* viene maggiormente responsabilizzato, in quanto potrebbe trovarsi, nel caso di incapienza dei beni in *trust*, a dover rispondere con i propri beni personali eventualmente discendenti dalla gestione del patrimonio "segregato".

<sup>367</sup> Cass. pen., 3 dicembre 2014, n. 50672.

posizione giuridica con i poteri che il *trust* riconosce al beneficiario, da cui l'ulteriore conseguenza che esso diritto non può che essere di natura obbligatoria <sup>368</sup>.

Tuttavia, isolare il *trust* dal relativo contesto giuridico e retroterra storico-culturale in cui si è sviluppato <sup>369</sup>, vuol dire percepirlo in una dimensione riduttiva, come riflesso delle contrapposizioni che si consumano nell'ordinamento di *civil law* riguardanti il concetto di proprietà e soggettività. Diversamente, lungi dall'emarginare l'istituto dalle sue origini storiche e dai concetti di "proprietà" e "fiducia" propri del diritto di *common law*, i beni in *trust* non prefigurano, all'evidenza, un patrimonio adespota per la *common law*, bensì appartenenti al *trustee*, benché l'*equity* ne riferisca l'*interest* al beneficiario: è in questo modo che nell'Inghilterra del tredicesimo secolo al diritto dominicale s'aggiunse l'obbligazione equitativa del *trustee*, tenuto ad agire nell'interesse del promissario disponente e, quindi, dei beneficiari <sup>370</sup>.

Si è visto come nella gestione collettiva del risparmio la legge istitutiva in materia di fondi comuni di investimento affonda le proprie radici nell'ordinamento anglosassone, ove il fondo comune assume la forma di *contractual investment trust*. Tuttavia, diversamente dal nostro ordinamento, nel sistema di *common law* il problema

---

<sup>368</sup> In senso contrario alla possibilità di configurare il diritto del beneficiario come un diritto reale, cfr. Trib. Oristano 15 marzo 1956, in *Foro It.*, 1956, I, 1020. Conformemente la sentenza della Corte di Giustizia CEE 17.5.1994 (Webb/Webb).

<sup>369</sup> La *law of trust* risale allo *use* inglese dell'era feudale, quale forma di attribuzione della titolarità giuridica d'un bene nell'interesse altrui concepita per eludere gli onerosi tributi che gravavano la proprietà terriera. In quell'epoca, il trasferimento della proprietà avveniva *secundum ius*, ma le limitazioni alle potestà dominicali dell'avente causa erano oggetto d'un dovere soltanto morale, poiché la *common law* non riconosceva valenza giuridica né all'obbligazione fiduciaria, né alla più generale *causa fiduciae*. A tal fine, «si può parlare di fiducia in tutti quei casi in cui il fiduciante ha la certezza morale che la propria volontà sia adempiuta; e dalla certezza morale dell'adempimento nasce la discrezionalità del fiduciario, determinata dalla mancanza di precetti dettagliati, che contribuiscono a definire le fattispecie di abuso», PUTTI P., *Negoziio fiduciario*, in *Dig. disc. priv.*, Torino, 2003, 927.

Fu la giurisdizione di equità, che sino ai *Judicature Acts* del 1873-1875 rimarrà distinta da quella delle corti di *common law*, ad intervenire, apportando una serie di rimedi correttivi contro gli abusi del *trustee* infedele, risoltisi nella nota dissociazione del diritto dominicale in potestà gestorie, connesse alla titolarità formale (*legal estate*), ed in facoltà di godimento, connesse all'appartenenza economica dei beni (*equitable estate*). Si precisa che l'*Equity*, diversamente dalla *common law*, non avrebbe composto un sistema organico di norme, quanto, piuttosto, un complesso di glosse e correttivi apportati alla stessa *common law* (di qui la nozione di *equity* quale «*supplementary law*»): se la *common law* attribuì al *trustee* un diritto di proprietà pieno ed assoluto, l'*equity* dunque stabilì che quel diritto dovesse esercitarsi nell'interesse altrui. Per una più dettagliata e puntuale ricostruzione storica dell'istituto, GAMBARO A., *Trust*, in *Dig. disc. priv.*, XIX, Torino, 1999, 453

<sup>370</sup> Ed è alla matrice obbligatoria, quale *ius ad rem*, che, a ben vedere, la dottrina italiana riconduce la definizione di *trust* quale «obbligazione, non nascente dallo *ius civile*, che grava sul titolare di un diritto, ha per oggetto le forme di godimento e il finale trasferimento del diritto a terzi ed è tutelata nell'ambito di un ordinamento distinto dallo *ius civile*, ma ad esso non contrapposto» (LUPOI M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano*, cit., 973).

dell'individuazione del soggetto titolare del fondo assume rilevanza marginale, in quanto il giurista di *common law* vede la proprietà non come allocazione di un determinato bene a un soggetto ma come allocazione delle diverse utilità derivanti da un bene a uno o più soggetti. Ne consegue una *dematerializzazione* dell'idea di *property*, la sua molteplice allocabilità e la agevole sistemazione teorica delle dinamiche di destrutturazione dei diritti proprietari.

In altri termini, nel sistema di *common law* il problema che si schiude all'interprete è la verifica dei poteri che un determinato soggetto detiene su ciò che è definibile come *trust fund* indipendentemente dai beni che lo compongono.

Anche con riguardo al *trust*, non si può negare che l'interesse sotteso sia l'imposizione a un patrimonio di una certa finalità, la quale può essere la più varia e spaziare da finalità di carattere sociale a finalità di carattere commerciale<sup>371</sup>.

La centralità della destinazione, quale causa di tutta una serie di rapporti che, attraverso diversi e distinti schemi strutturali, realizzano fenomeni di separazione del patrimonio, è dotata di una considerevole flessibilità in quanto non determina necessariamente l'attribuzione dei beni destinati a un soggetto diverso dal costituente, secondo il modello che caratterizza il *trust* (o il negozio fiduciario della tradizione romanistica). Al contrario, la destinazione può risolversi anche nella autodesignazione, ovvero nell'atto attraverso il quale un soggetto titolare di un dato complesso di beni ne destina una parte a una data finalità svincolandosi, così, dal profilo attributivo<sup>372</sup>. Inoltre la destinazione non determina necessariamente, anche se spesso lo presuppone, un rapporto collaterale

---

<sup>371</sup> Sulla riconduzione del *trust* al fenomeno della destinazione dei beni allo scopo, v. per tutti PALERMO G., *Autonomia negoziale e fiducia (breve saggio sulla libertà delle forme)*, in *Riv. giur. sarda*, 1999, 571 e ss.; ID., *Sulla riconducibilità del "trust interno" alle categorie civilistiche*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, 133 e ss.; ID., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.* 2001, 391 e ss.; ID., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003, 243 e ss.

<sup>372</sup> Ne è conferma la modalità di costituzione da parte dei coniugi, già titolari dei beni, nella figura codicistica del fondo patrimoniale. Sulla questione, v. la massima di Cass., sez. I, 8 settembre 2004, n. 18065, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, 9: "La costituzione del fondo patrimoniale determina soltanto un vincolo di destinazione sui beni confluiti nel fondo stesso, affinché con i loro frutti sia assicurato il soddisfacimento dei bisogni della famiglia, ma non incide sulla titolarità della proprietà dei beni stessi, né implica l'insorgere di una posizione di diritto soggettivo in favore dei singoli componenti del nucleo familiare, neppure con riguardo ai vincoli in tema di disponibilità. Ne consegue che deve escludersi che i figli minori siano litisconsorti necessari nel giudizio promosso dalla curatela fallimentare nei confronti dei coniugi, dichiarati falliti, per sentire dichiarare l'inefficacia ex art. 64 l. Fall. dell'atto con cui essi avevano costituito alcuni beni di loro proprietà in fondo patrimoniale". Peraltro anche nello schema dei patrimoni societari, l'atto di destinazione non determina alcuna attribuzione a soggetti terzi.

di gestione o di amministrazione da parte di soggetti terzi, come di regola avviene nel modello del *trust*<sup>373</sup> o di altri istituti<sup>374</sup>.

È indubitabile come nel nostro ordinamento il *trust* si elevi a modello delle separazioni patrimoniali codificate nel settore familiare, successorio, societario e finanziario, in ragione della sua maggior competitività, per il minor formalismo e la duttilità che ne consente innumerevoli applicazioni pratiche. La polivalenza del *trust* ne suggerisce l'impiego sia nella gestione di capitali privati (anche da parte di istituti bancari), sia come strumento di finanziamento dell'impresa (speculare a quello dell'art. 2447-*decies*, c.c.), sia come modello di destinazione a scopi di pubblica utilità (*Charity trust*), in alternativa alla fondazione (che richiederebbe una duplicazione della soggettività giuridica) e finanche quale garanzia della massa dei creditori nel corso di una procedura concorsuale<sup>375</sup>.

Talvolta, la giurisprudenza domestica ha qualificato il *trust* quale fatto giuridico di separazione patrimoniale, a condizione che il disponente non si identificasse con il *trustee*: infatti, diversamente dall'ammissibile identità soggettiva tra disponente e beneficiario, ove la titolarità formale del *trustee* consente di escludere una interposizione fittizia di persona, l'identità tra disponente e *trustee* (*trust* c.d.

---

<sup>373</sup> Nello schema strutturale del *trust*, il modello tradizionale comporta un rapporto trilaterale con un disponente, un *trustee* e un soggetto beneficiario. Di regola la deviazione rispetto a questo modello consente che disponente e beneficiario siano la stessa persona (ma v. al riguardo Trib. Napoli, 1° ottobre 2003, in *Diritto e Giustizia*, 2003, nella quale si afferma il principio secondo il quale disponente e *trustee* non possono essere la stessa persona. Nella decisione si afferma la non trascrivibilità del *trust* per violazione dell'art. 2740 cc.) Si evidenzia invece la necessità di distinguere la persona del *trustee* rispetto a quella del soggetto beneficiario, cfr. al riguardo la recente L. 17 marzo 2005, n. 37, L'istituto del *trust* della Repubblica di S. Marino. V. in particolare l'art. 2, commi 2 e 3: "Non è incompatibile con l'esistenza di un *trust* la circostanza che il disponente ricopra l'ufficio del *trustee*, oppure si riservi alcune prerogative. Il disponente e il *trustee* possono essere beneficiari del *trust*, ma il *trustee* non può essere l'unico beneficiario del *trust*"; anche la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985 relativa alla legge applicabile ai *trusts* ed al loro riconoscimento, non sembra consentire al *trustee* di rivestire in via esclusiva il ruolo di beneficiario. V. art. 2: "Il fatto che il disponente conservi alcuni diritti e facoltà o che il *trustee* abbia alcuni diritti in qualità di beneficiario non è necessariamente incompatibile con l'esistenza del *trust*".

<sup>374</sup> A titolo esemplificativo, nel mandato e nella fiducia. V. al riguardo ALCARO F., *Mandato e fiducia*, in *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, 81 ss.. L'art. 2645-ter, c.c., ha accolto questa tendenza perché ha preferito disciplinare l'atto negoziale di destinazione, anziché fornire una disciplina dettagliata di un singolo istituto vincolato ad un preciso schema procedimentale. L'atto negoziale di destinazione si presenta infatti come una figura generale, sia da punto di vista strutturale, essendo quindi ipotizzabile che la destinazione si realizzi attraverso un negozio unilaterale o un patto, sia dal punto di vista funzionale, in quanto il legislatore non ha scelto a monte le finalità che attraverso tale vincolo le parti possono realizzare, ma le ha individuate attraverso il parametro della meritevolezza.

<sup>375</sup> Il caso è quello del commissario giudiziale nominato dal tribunale che agisca quale *trustee* dei beni della società in liquidazione al fine di destinarne il patrimonio ai creditori della procedura di concordato preventivo.

autodichiarato) arrecherebbe, invece, un ingiusto pregiudizio alla massa dei creditori<sup>376</sup>. Può tuttavia ritenersi ammissibile il *trust* “auto dichiarato”, altrimenti detto “statico” o “unilaterale”, perché a diversa conclusione non conduce la lettera dell’art. 2 della Convenzione dell’Aja<sup>377</sup>, né il sistema positivo che ammette, oltre alla fiducia c.d. statica, la costituzione unilaterale di patrimoni separati<sup>378</sup>.

#### 4.3 Le società *in house*

In tempi recenti la giurisprudenza ha fatto ricorso al *fenomeno* della separazione patrimoniale anche con riguardo all’*istituto* delle società *in house*<sup>379</sup>.

In particolare, cimentandosi sul “problema” delle società interamente partecipate, si è ritenuto che la distinzione tra il patrimonio dell’ente e quello della società si pone in termini di separazione patrimoniale, ma non di distinta titolarità<sup>380</sup>.

Al riguardo, è opportuno evidenziare, preliminarmente, che le società cd. *in house providing* sono quelle società che presentano congiuntamente i requisiti della natura esclusivamente pubblica dei soci; dello svolgimento dell’attività in prevalenza a favore dei soci stessi; della sottoposizione a un controllo corrispondente a quello esercitato dagli enti pubblici sui propri uffici<sup>381</sup>.

---

<sup>376</sup> Trib. Napoli, 1 ottobre 2003, in *Giur. mer.*, 2004, 469. Si trattava, nel caso di specie, di un *trust* autodichiarato costituito con la finalità di reperire risorse destinate all’educazione dei discendenti del disponente. Si sarebbe sostanzialmente trattato, perciò, di un duplicato del fondo patrimoniale che può essere costituito dal singolo coniuge e dallo stesso amministrato, destinandone i frutti ai bisogni del nucleo familiare.

<sup>377</sup> BARTOLI S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione de L’aja sui trust*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2005, 364, dov’è concluso che l’art. 2, § 1, Conv., alludendo ad un disponente e ad un *trustee*, non implichi che costoro debbano essere soggetti distinti, limitandosi il testo convenzionale a stabilire che, per aversi un *trust*, occorra una fattispecie in cui qualcuno svolga il ruolo di disponente e qualcuno (non necessariamente altro dal disponente) quello del *trustee*.

<sup>378</sup> Così nel diritto di famiglia (art. 167 c.c.), quanto in quello successorio (art. 490 c.c.) e societario (art. 2447 *ter* c.c.). D’altra parte, l’ordinamento inglese consente l’istituzione del *trust* con attribuzione traslativa al *trustee*, ma parimenti consente, dagli inizi del secolo decimonono, il *trust* c.d. autodichiarato, privo d’alterità soggettiva tra disponente e *trustee* (*declaration of trust*). Il *leading case* fu quello deciso in *Ex Parte Pye* (1811) 18 VES 140

<sup>379</sup> Per una rassegna dell’evoluzione normativa e giurisprudenziale dell’istituto, v. CALOGERO A., *La società in house tra pubblico e privato dopo il D.P.R. 168/2010*, in *Innovazione e diritto*, 2010, 72 ss.; CARINGELLA F., *Il problema dell’in house providing: un nodo non risolto dal Codice*, ne *I contratti pubblici di lavori, servizi e forniture*, a cura di De Nictolis, Milano, 2007, 335 ss..

<sup>380</sup> Cass. sez. un., 25 novembre 2013, n. 26283, su cui, in termini critici, vedi IBBA C., *Responsabilità erariale e società in house*, in *Giur. comm.* 2014, 13 ss. nonché FIMMANÒ F., *Le società in house tra giurisdizione, responsabilità ed insolvenza*, in *Gazz. for.*, 2014, 12 ss.; Cass., 10 marzo 2014, n. 5491.

<sup>381</sup> La sussistenza delle condizioni legittimanti l’*in house providing* sono divisate dalla Corte Costituzionale, con sentenza del 23.12.2008 n. 439, sulla base dell’elaborazione della Corte di Giustizia

Tali società, individuate alla stregua dei suddetti parametri congiuntamente e contestualmente considerati, sono configurate dalla giurisprudenza di legittimità in termini di *longa manus* della pubblica amministrazione controllante e si collocano non come un'entità giuridica posta al di fuori dell'ente pubblico bensì come un ufficio, un'articolazione o un servizio amministrativo dell'ente partecipante da cui promana.

Secondo questo orientamento, ne deriva, in generale, che l'uso del termine "società" serve solo a significare che il paradigma organizzativo va desunto dal modello societario e, nel caso specifico, non si può ritenere che la società *in house*, costituita sottoforma di società azionaria o di capitali, sia una persona giuridica autonoma cui corrisponda un autonomo centro decisionale. Emerge, infatti, la difficoltà di conciliare il fenomeno dell'*in house providing* con la configurazione delle società di capitali – da cui mutuano solo la forma esteriore – intese come persona giuridica autonoma e distinta dai soggetti che in esse agiscono e per il cui tramite essa stessa agisce per lo svolgimento di attività imprenditoriali a fine di lucro, attesa la completa assenza, da parte di tali entità, di un potere decisionale autonomo, in conseguenza della totalitaria assoggettazione degli organi sociali al potere gerarchico dell'ente controllante. Da qui, la conclusione che la distinzione tra socio (pubblico) e società (*in house*) non si realizza più in termini di alterità soggettiva<sup>382</sup>.

---

dell'Unione Europea. In particolare, perché possa dirsi integrato il terzo dei requisiti indicati è necessario che l'ente pubblico partecipante "abbia statutariamente il potere di dettare le linee strategiche e le scelte operative della società *in house*", non essendo dunque sufficiente "l'influenza dominante che il titolare della partecipazione maggioritaria (o totalitaria) è di regola in grado di esercitare sull'assemblea della società e, di riflesso, sulla scelta degli organi sociali; si tratta, invece, di un potere di comando direttamente esercitato sulla gestione dell'ente con modalità e con un'intensità non riconducibili ai diritti ed alle facoltà che normalmente spettano al socio (fosse pure un socio unico) in base alle regole dettate dal codice civile, e sino a punto che agli organi della società non resta affidata nessuna autonoma rilevante autonomia gestionale (si veda, in tal senso, Cons. Stato, Ad. plen., 3 marzo 2008, n. 1, e della conforme giurisprudenza amministrativa che ne è seguita)". Proprio il requisito del "controllo analogo" induce le Sezioni Unite a ritenere "evidente l'anomalia del fenomeno dell'*in house* nel panorama del diritto societario", essendo inconciliabile con la conformazione della società di capitali, "quale persona giuridica autonoma e distinta dai soggetti che in essa agiscono e per il cui tramite essa stessa agisce, (...) la totale assenza di un potere decisionale suo proprio, in conseguenza del totale assoggettamento dei suoi organi al potere gerarchico dell'ente pubblico titolare della partecipazione sociale.

<sup>382</sup> Al riguardo le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con la sentenza 25 novembre 2013, n. 26283, osservano che il rapporto riscontrabile tra soggetto societario ed ente pubblico non è certo riconducibile al fenomeno della eterodirezione di società pure configurato dagli articoli 2497 e ss. c.c. I Giudici osservano che mentre la disciplina della direzione e del coordinamento dettata dalle citate disposizioni "è volta a coniugare l'unitarietà imprenditoriale della grande impresa con la perdurante autonomia giuridica delle singole società agglomerate nel gruppo, che restano comunque entità giuridiche e centri d'interesse distinti l'una dalle altre", diversamente, in presenza di una società *in house*, ricorre una "subordinazione dei suoi gestori all'ente pubblico partecipante" e "l'impossibilità stessa d'individuare nella società un centro d'interessi davvero distinto rispetto all'ente pubblico che la ha costituita e per il quale essa



Dalla rilevata assenza di un rapporto di alterità tra l'ente pubblico partecipante e la società che ad esso fa capo discende, a tal fine, che anche il patrimonio dell'ente partecipante si pone in termini di "mera separazione patrimoniale" con quello della società e non di distinta titolarità, giacché il socio pubblico titolare della partecipazione esercita sulla società un potere di governo del tutto corrispondente a quello esercitato sui propri organi interni.

A ben vedere, i giudici di legittimità hanno così coniato in via giurisprudenziale (e senza una previsione normativa) una sorta di patrimonio *separato, destinato* ad uno specifico affare (la gestione di un servizio pubblico), a guisa della fenomenologia contemplata dall'art. 2447- *bis* e ss., c.c.

Applicando il principio della neutralità della forma giuridica e l'irrelevanza della natura privatistica della società a partecipazione pubblica a fronte della prevalenza, al contrario, del regime giuridico al quale essa è in concreto assoggettata, deriva il corollario, in ambito concorsuale, che la società in *house providing*, totalmente partecipata da un ente locale, non può essere dichiarata fallita, in quanto priva del requisito soggettivo indicato dall'art. 1, l. fall<sup>383</sup>. Con l'ulteriore conseguenza pratica, in questo caso, che il danno eventualmente inferto al patrimonio della società da atti illegittimi degli amministratori, cui possa aver contribuito un colpevole difetto di vigilanza imputabile agli organi di controllo, è arrecato a un patrimonio (separato, ma pur sempre) riconducibile all'ente pubblico. A ben vedere, trattandosi, quindi, di un danno erariale, è pienamente giustificata l'attribuzione della giurisdizione sulla relativa azione di responsabilità alla Corte dei conti<sup>384</sup>.

In effetti, ancorché non possa (evidentemente) ritenersi formalmente abolita la distinta personalità giuridica della società, siffatta conclusione sembra tener conto sia della natura (sostanzialmente pubblica) della attività e della funzione svolta sia delle soluzioni compatibili con una tutela (diretta) delle ragioni creditorie (di soggetti terzi rispetto alla parte dell'attività riservata con l'ente partecipante, che peraltro la legge

---

<sup>383</sup> In tal senso, in conformità a Cass. sez. un., 25 novembre 2013 n. 2628, si è orientata la giurisprudenza di merito: vedi Trib. Napoli, 9 gennaio 2014, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) 2014, nonché Trib. Verona, 19 dicembre 2013, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); per l'assoggettabilità invece alla procedura di concordato preventivo delle società in house, in quanto comunque soggetti di diritto privato distinti dall'ente pubblico (nonostante il controllo analogo), Trib. Pescara, 14 gennaio 2014, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>384</sup> Sulla questione della sussistenza o meno della giurisdizione contabile nei confronti di soggetti, titolari di funzioni amministrative o di controllo all'interno di società di capitali costituite e partecipate da enti pubblici, ai quali vengano imputati atti contrari ai loro doveri d'ufficio con conseguenti danni per la società stessa, v. Cass., sez. un., 19 dicembre 2009, n. 26806; in senso conforme, da ultimo, Cass., sez. un., 3 maggio 2013, n. 10299; Id, 25 marzo 2013, n. 7374

stessa si preoccupa di qualificare – accentuandone il carattere – come “più importante” anziché soltanto prevalente).

Così ragionando, tuttavia, il rapporto fra la disciplina della società pubblica e la società *in house* viene a stabilirsi propriamente in termini di regola a eccezione (più che di genere a specie): su queste basi, infatti, diversamente dalle società a partecipazione dello Stato e degli enti pubblici (per cui la legge si limita a stabilire delle regole particolari), la società *in house* finisce (problematicamente) per non appartenere più al diritto commerciale, bensì al diritto pubblico<sup>385</sup>. Donde, la ritenuta irragionevolezza sistematica della tesi della separazione patrimoniale<sup>386</sup>.

### SEZIONE III

*Sommario: 5. La separazione patrimoniale in ambito finanziario. – 5.1. La cartolarizzazione dei crediti e il project financing. – 5.2. I servizi e le attività di investimento. – 5.3. I fondi pensione. – 5.4. Gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica – 5.5. I conti separati previsti per i premi pagati all'intermediario assicurativo. – 6. Brevi rilievi conclusivi.*

#### **5. La separazione patrimoniale in ambito finanziario.**

Cambiando prospettiva e considerando il fenomeno della separazione patrimoniale con esclusivo riguardo alla legislazione speciale in materia bancaria e finanziaria<sup>387</sup>, si osserva, innanzi tutto, come in tal caso rilevi, come aspetto non secondario, il presupposto della “gestione” che, in talune fattispecie, si correla irrimediabilmente con il principio della “doppia separazione”.

In primo luogo, è generalmente previsto che il patrimonio gestito dal soggetto autorizzato sia *separato, autonomo o distinto* da quello del gestore, dal patrimonio dei singoli investitori nonché da quello di eventuali altri soggetti coinvolti, *ex lege*, nell'attività di investimento<sup>388</sup>, con la conseguente applicazione della disciplina in tema

---

<sup>385</sup> Per la criticità (rispetto all'ordinamento del diritto societario) del principio affermato da Cass. sez. un. 25 novembre 2013 n. 26283 (con riferimento alle società *in house*) vedi FIMMANÒ F., *Le società in house tra giurisdizione, responsabilità ed insolvenza*, cit., 12 ss., per cui l'adozione di una soluzione così dirompente rispetto al sistema richiede un espresso intervento normativo.

<sup>386</sup> IBBA C., *Responsabilità erariale e società in house*, cit., 13 ss., che evidenzia (di fronte alla scelta costitutiva del soggetto di diritto privato) la irragionevolezza sistematica della tesi della separazione patrimoniale, specie là dove il controllo analogo sia esercitato in modo congiunto da una molteplicità di enti pubblici soci.

<sup>387</sup> Cfr. Soprattutto gli artt. 114-*quinquies*, 114-*terdecies* t.u.b. nonché gli artt. 22 e 36 t.u.f.

<sup>388</sup> Ad esempio, il depositario o il *sub*-depositario ai sensi dell'art. 36, t.u.f., con riguardo ai fondi comuni di investimento.

di indisponibilità e garanzia in virtù dell'incidenza della rilevanza del vincolo di *destinazione* sul regime giuridico dei beni che costituiscono oggetto del patrimonio separato, creando lo spazio per attribuire “valenza sistematica unitaria all'assoggettamento di una massa di beni a una destinazione particolare”<sup>389</sup>.

Guardando ai poteri e alla responsabilità del gestore, può rilevarsi come, in generale, in tutte le fattispecie di separazione patrimoniale i creditori personali di quest'ultimo (sia egli titolare o meno dei beni) non possano mai soddisfarsi sui beni oggetto del patrimonio separato: è così per i creditori le cui obbligazioni sono sorte in funzione dello specifico affare nei patrimoni destinati delle s.p.a., per i creditori della società di gestione del fondo comune d'investimento, dell'intermediario finanziario, dell'istituto di pagamento, dell'istituto di moneta elettronica.

Tuttavia, nei *fenomeni* in cui prevale il profilo dell'investimento, i beni affidati agli operatori bancari o finanziari non sono segregati dalle azioni esecutive dei creditori dei singoli clienti: mentre, infatti, i beni separati sono insensibili alle azioni dei creditori personali del gestore, i creditori personali del cliente possono pignorare, nella forma del pignoramento presso terzi, la quota o i beni di pertinenza del singolo cliente<sup>390</sup>.

In questi casi, ove il nucleo centrale della disciplina è nelle regole di gestione cui si correlano quelle concernenti il potere di disposizione nonché profili di limitazione della responsabilità patrimoniale<sup>391</sup>, la separazione patrimoniale non opera esclusivamente

---

<sup>389</sup> Testualmente ancora BIANCA C. M., *Diritto civile, vol II*, rist. Milano 1994.

<sup>390</sup> Il riferimento alla possibilità del creditore del singolo partecipante di soddisfarsi sulla quota di partecipazione non comporta il riconoscimento della titolarità del fondo in capo al singolo partecipante, così come in tema di società di persone la possibilità del creditore particolare del socio di soddisfarsi sulla quota sociale (art. 2270 c.c.) non contrasta con la titolarità del patrimonio sociale in capo alla società, considerata quale soggetto di diritto, escludendosi viceversa la configurazione del patrimonio sociale quale patrimonio separato dei soci: il rilievo è da attribuire a BIANCA M., *op. cit.*, 191; v. anche OPPO G., *L'esperienza privatistica*, in *Atti dei Lincei del convegno sul tema: i principi generali del diritto (Roma 27-29 maggio 1991)*, Roma 1992, 235 e ora *Sui principi generali del diritto privato*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di L. Mengoni*, III, Milano, 1995, 2040 *che, in generale, l'considera l'art. 2270 c.c. quale disposizione che non smentisce anzi conferma l'autonomia patrimoniale della società: “(...) la norma non dà al creditore particolare il diritto di agire sui beni conferiti in società dal suo debitore e nemmeno su una quota di beni proporzionale alla sua partecipazione in società, ma solo il diritto di chiedere la liquidazione della quota del socio sul debitore che è attribuzione al socio del valore in moneta della sua partecipazione se essa ha un valore attivo costituito da un'eccedenza una quota dell'eccedenza delle attività sulle passività ... ciò suppone che vi sia una eccedenza quindi che nel patrimonio sociale vi siano beni sufficienti al soddisfacimento dei creditori sociali che non possono essere toccati neppure per liquidare”*.

<sup>391</sup> BIANCA C. M., *Diritto civile, vol II*, rist. Milano 1994., 29 precisa che la gestione dei beni caratterizza anche le destinazioni c.d. conservative che si possono contrapporre a quelle ipotesi normative in cui la gestione di valori sia finalizzata all'incremento degli stessi attraverso operazioni collettive di investimento e disinvestimento come avviene per i fondi comuni di investimento e per i patrimoni gestiti da società di intermediazione mobiliare.

come tecnica di tutela del perseguimento dell'interesse protetto ma, soprattutto, come tecnica per assicurare l'efficacia della gestione là dove è funzionale alla protezione del cliente nei confronti del gestore e non solo della destinazione del bene che, infatti, non è protetto rispetto ai creditori personali del cliente.

L'interesse perseguito dall'investitore prevale sui creditori del gestore che, in quanto tale (sia egli proprietario o meno), persegue un interesse altrui che orienta la gestione e il regime giuridico di responsabilità dei beni i quali sono, di conseguenza, sottratti all'esecuzione da parte dei suoi creditori personali.

È evidente, dunque, come il perseguimento dell'interesse – in funzione del quale è impressa la *destinazione* e opera la *separazione* – sia capace di modellare anche il diritto di disposizione (inteso come limitazione alla disposizione del patrimonio separato), comportando una graduazione che trova una *ratio* nelle finalità perseguite dalle singole figure. In particolare, nelle gestioni dinamiche ove la destinazione è generalmente diretta all'incremento dell'investimento, l'indisponibilità si risolve non (tanto) nell'inalienabilità bensì in un controllo volto a limitare gli atti dispositivi in funzione della realizzazione della destinazione impressa sui beni separati.

Diversamente dalla fattispecie ove il patrimonio separato è amministrato dal relativo titolare ed emerge, dunque, l'esigenza che il potere di disposizione del proprietario si conformi alla specifica destinazione prevista dalla legge<sup>392</sup>, nell'ambito dei fenomeni socio-economici caratterizzati dalla presenza di un investimento e dalla gestione dei beni conferiti da una pluralità di soggetti, il *problema*, a ben vedere, non riguarda il temperamento tra l'interesse del *proprietario* a disporre e a gestire i propri beni con il diverso e configgente interesse dei soggetti beneficiari della destinazione. Al contrario, la limitazione del potere di disposizione assume rilievo nelle “modalità” di disposizione e di gestione/impiego dei beni e non (necessariamente) nell'ottica della sussistenza (ancor prima che della individuazione) di un diritto di proprietà sui beni compresi nel patrimonio distinto o autonomo.

In particolare, con riguardo alla materia della intermediazione finanziaria, si può osservare come, trovandosi di fronte a un'amministrazione di patrimoni altrui finalizzati alla soddisfazione di un interesse dell'investitore, la legislazione speciale ponga a salvaguardia del buon andamento dell'attività e della soddisfazione di tali interessi

---

<sup>392</sup> Come nel caso dei patrimoni destinati allo specifico affare delle s.p.a. (artt. 2447- *bis usque decies*, c.c.) ove non è ravvisabile una gestione di beni altrui, in quanto proprietaria dei beni oggetto del patrimonio destinato è la stessa società che ne delibera la costituzione.

regole di disciplina in ordine alla separazione patrimoniale, da un lato, e alle modalità di corretta gestione, dall'altro.

Ciò in quanto se il principio della “doppia separazione” è incontestabilmente ispirato dall'intento legislativo di garantire in modo più efficace la tutela degli investitori assolvendo, così, una funzione “garantistica”, siffatta tutela si mostra pienamente idonea allo scopo solo a condizione che – anche grazie al sistema di vigilanza pubblica cui gli intermediari sono sottoposti – il prescritto regime di separazione dei patrimoni sia stato effettivamente rispettato<sup>393</sup>.

### **5.1. La cartolarizzazione dei crediti e il *project financing***

La disciplina riguardante la cartolarizzazione (l. 130/99<sup>394</sup>) può essere letta come una vera eccezione, conclamata dal legislatore, al principio di unitarietà del patrimonio, di cui all'art. 2740 c.c.<sup>395</sup>. La *ratio* di tale normativa mette soprattutto in luce l'obiettivo di proteggere coloro che partecipano al finanziamento dell'acquisto dei crediti, da parte della società di cartolarizzazione, al fine di sostenere il rischio connesso all'operazione che essi hanno tutto l'interesse a veder “separato”, appunto, da quello legato ad altre operazioni e alla gestione del patrimonio (pur esiguo) della società che gestisce il portafoglio dei crediti acquistati<sup>396</sup>.

Descrivendo in modo (necessariamente) sintetico la struttura della cartolarizzazione, si osserva che il processo ha inizio con la individuazione di un complesso di crediti generati da un soggetto nello svolgimento della propria attività, da separare dal suo restante patrimonio per essere destinato esclusivamente a garanzia dei titoli che saranno emessi nell'ambito dell'operazione, al fine di reperire nuova liquidità. Segnatamente, l'istituto della cartolarizzazione dei crediti (c.d. *asset securitization*)<sup>397</sup> rappresenta una

---

<sup>393</sup> Cfr. Cass., sez. I, 11 marzo 2005, n. 5383, in *Giur. it.*, 2006, I, 55.

<sup>394</sup> Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, pubblicata nella Gazz. Uff. 14 maggio 1999, n. 111, come modificata dal d.l. 23 dicembre 2013 n. 145, convertito in legge con legge 21 febbraio 2014, n.9 (noto come decreto destinazione Italia) e dal d.l. 24 giugno 2014 n. 91, convertito in legge con legge 11 agosto 2014, n. 116 (noto come decreto competitività').

<sup>395</sup> AA. VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di Pardolesi R., *commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999; RUCELLAI C., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 411.

<sup>396</sup> Nella letteratura nord-americana, da ultimo: GORDON T.J., *Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales*, 67 U. Chi. L. Rev. 1317 (2000)

<sup>397</sup> In materia di cartolarizzazione, v., DE NOVA G., LEO C., *Cartolarizzazione. La “securitization” in Italia*, in *Contratti*, 1999, 709; PARDOLESI R., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, *commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999; GRANIERI M., *La disciplina della cartolarizzazione dei*

complessa operazione economico-finanziaria, la quale postula la cessione in blocco da parte di un'impresa (ad es. un istituto bancario) di crediti pecuniari, esistenti o futuri, a una società veicolo (*special purpose vehicle*), il cui oggetto sociale è dato dalla trasformazione degli stessi in titoli da collocare sul mercato finanziario nonché dalla gestione dei titoli medesimi. La società veicolo ottiene, in tal modo, i finanziamenti necessari all'acquisto di tali crediti o attività e il meccanismo di separazione patrimoniale fa sì che le somme progressivamente corrisposte dai debitori ceduti confluiscono in un *asset* separato e isolato dal restante patrimonio generale della società veicolo, come tale destinato in via esclusiva al rimborso dei costi dell'operazione e, per quel che maggiormente rileva, alla soddisfazione dei diritti dei possessori dei titoli emessi per consentire l'acquisto dei crediti<sup>398</sup>.

Per ottenere, di conseguenza, la delineata segregazione dei crediti al fine di garantire gli investitori che acquisteranno i titoli, senza contraddire la regola generale<sup>399</sup> sulla responsabilità patrimoniale posta dall'art. 2740 c.c., si è consentito, per legge, che le somme corrisposte dai debitori a pagamento di quei crediti siano destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli e, correlativamente, che su quei crediti e sulle somme corrisposte dai debitori a loro pagamento siano ammesse azioni soltanto a tutela di quegli stessi diritti. La ragione dell'intervento legislativo è agevolmente comprensibile là dove si consideri che nel nostro sistema giuridico, di derivazione romanistica, risulta in generale perturbante l'idea che si possano liberamente produrre forme di c.d. separazione patrimoniale non previste dalla legge<sup>400</sup>.

---

*crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in Riv. dir. impr., 2001, 11; MESSINETTI D., *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione" dei crediti*, in Riv. dir. civ., 2002, 101; DANOVÌ A., *Le operazioni di cartolarizzazioni in Italia*, in Danovì A. (a cura di), *Separazione patrimoniale e imprese multidivisionali nel sistema italiano*, Milano, 2005, 5 ss.; VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in Contr. impr., 2007, 1011; CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002, passim.

<sup>398</sup> Per una compiuta disamina dell'istituto, v. per tutti, GALLETTI D. – GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.

<sup>399</sup> Il principio per cui l'intero patrimonio del debitore costituisce garanzia del creditore venne introdotto dall'art. 2092 del *code Napole'on* («*Quiconque s'est obligé personnellement, est tenu de remplir son engagement sur tous ses biens mobiliers et immobiliers, présents et à venir*») e riprodotto dall'art. 1948 c.c. del 1865 («*Chiunque sia obbligato personalmente, è tenuto ad adempiere le contratte obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri*»). L'art. 2740 c.c. del 1942 riproduce nel 1° co. quel principio e nel 2° co. formula espressamente il divieto di dar luogo a limitazioni di responsabilità se non nei casi stabiliti dalla legge.

<sup>400</sup> Sull'argomento cfr. NICOLÒ R., *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1962, 133; BIONDI B., *Patrimonio*, in *Noviss. Dig. it.*, XII, Torino, 1965, 617; GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2014, 461 s.; BARBIERA L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali (artt. 2740-2744)*, cit., 59 ss.; BIANCA C.M., *Diritto civile*, V, *La responsabilità*, Milano, 1994, 411 ss.; ROPPO V., *La*

È necessario, dunque, che la destinazione si fondi su una disciplina specifica e diversa rispetto a quella del patrimonio di “provenienza”, affinché si possa realizzare, con riguardo alla responsabilità patrimoniale, quella “insensibilità” dei beni (separati) alla sorte giuridica degli altri, che costituisce l’essenza della “separazione”<sup>401</sup>.

In tal modo, da un lato, ai sensi dell’ art. 3, co. 2, l. n. 130/1999, «i crediti relativi a ciascuna operazione (per tali intendendosi sia i crediti vantati nei confronti del debitore o dei debitori ceduti, sia ogni altro credito maturato dalla società di cui al comma 1 nel contesto dell’operazione), i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l’acquisto dei crediti stessi». Dall’altra parte, l’art. 1, lett. b), della succitata legge, dispone che «le somme corrisposte dal debito dei debitori ceduti siano destinate in esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla

---

*responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, XIX, Torino, 1985, 388 ss. Quanto alla giustificazione del fatto che la “separazione” possa trovare base solo nella legge, essa è da ricercarsi nell’esigenza di evitare che «sia lo stesso debitore a manipolare, a proprio piacimento e a danno dei creditori o di certi creditori a vantaggio di altri, il modo ed il *quantum* del patrimonio alle azioni esecutive degli stessi, giacché ciò equivarrebbe a riconoscergli una imprecisabile dose di arbitrio in ordine alla stessa necessità di adempimento delle obbligazioni assunte». Così BIGLIAZZI GERI L., *Patrimonio autonomo e separato*, cit., 292. Non è, d’altra parte, mancato in dottrina chi ha ritenuto, proprio sulla base di tale giustificazione, che la limitazione di responsabilità è sia possibile nei riguardi del creditore che ad essa consenta ed abbia, di conseguenza, efficacia meramente obbligatoria (RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in *Tratt. dir. civ. it.*, dir. da Vassalli, vol. XIV, Torino, 1956, 1952, 11 s.). Ipotesi di separazione patrimoniale sono ravvisate nelle società fiduciarie, nelle società di gestione dei fondi comuni di investimento, nella fondazione fiduciaria: v., in tal senso, GALGANO F., *La fiducia e il trust*, in *Atlante di diritto privato comparato*, a cura di Galgano, Bologna, 2011, 179 ss. Per un esame di quelli che possono essere considerati precedenti normativi rispetto alla l. n. 130/1999, in tema di separazione patrimoniale, v. RUMI G., *Securitisation. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell’istituto*, Milano, 2001, 442.

<sup>401</sup> Cfr. NATOLI U., *L’amministrazione dei beni ereditari*, II, Milano, 1969, 118 ss. Fornisce una definizione chiara di patrimonio separato, BIGLIAZZI GERI L., *op.ult. cit.*, 280 s., ove anche una disamina critica delle figure tradizionalmente considerate riconducibili al fenomeno: «Si parla, qualche volta, indifferentemente, di patrimonio autonomo o separato, ad indicare il distacco di una massa patrimoniale (complesso di rapporti attivi e passivi secondo un’opinione, ovvero soltanto di beni, secondo un’altra) da un patrimonio o da diversi patrimoni “di provenienza”, in modo da dar luogo ad un’unità particolare avente una propria destinazione (da qui, anche la qualificazione in termini di patrimonio di destinazione) ed una sorte giuridica più o meno indipendente e strettamente connessa con tale destinazione. Caratteristiche di tali entità unitarie dovrebbero, poi, essere, approssimativamente, la non distraibilità dei singoli elementi dalla destinazione che li unifica e, di conseguenza, la loro sottoposizione a speciali misure di conservazione e di amministrazione, nonché la concentrazione su di esse della garanzia, in forma più o meno esclusiva, e, perciò, della responsabilità per le obbligazioni trovanti la loro causa nella destinazione suddetta». Sul tema, si v. anche BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., *passim*.

stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione».

Vengono così poste le basi normative per determinare una vera e propria separazione patrimoniale, per la quale non è sufficiente un mero (seppur necessario) riferimento allo scopo<sup>402</sup> cui tende la destinazione del patrimonio da separare.

Nella specie, si rileva come attraverso le disposizioni richiamate si disponga la riserva di una parte del patrimonio di un soggetto all'azione esecutiva di alcuni creditori soltanto (il cui credito sia sorto in connessione con la particolare destinazione di quella parte del patrimonio), così derogando al principio della *par condicio creditorum* e, quindi, più in generale, escludendo l'operatività della regola secondo cui il patrimonio del debitore costituisce la garanzia (generica) comune dei creditori. Alla luce della disciplina tracciata e di una interpretazione basata sulla *ratio legis* e sul senso letterale delle parole dalla stessa utilizzate<sup>403</sup>, si deve ritenere che ci si trova di fronte a una situazione giuridica qualificabile in termini di "separazione" patrimoniale in senso stretto<sup>404</sup> e non di una mera "segregazione" dei crediti ceduti a garanzia dei sottoscrittori<sup>405</sup>, per cui all'esclusiva destinazione del flusso finanziario generato dai crediti cartolarizzati a garanzia dei portatori dei titoli correlativamente emessi, corrisponderà una equivalente circoscrizione della responsabilità patrimoniale sulla quale costoro possono fare affidamento. Il soddisfacimento dei diritti degli investitori viene reso, così, dipendente in modo diretto ed esclusivo dalla realizzazione dei crediti cartolarizzati<sup>406</sup>. Infatti, da un lato i creditori *generali* – diversi dagli investitori titolari

---

<sup>402</sup> «La funzione alla quale sono destinati taluni elementi patrimoniali non può venir considerata come un loro modo di essere, in quanto essa costituisce il semplice movente che ha determinato l'intervento del diritto, e deve essere riguardata come la *ratio* delle disposizioni che limitano l'utilizzabilità e la garanzia». Così PINO A., *Il patrimonio separato*, cit., 95. La possibilità di pervenire alla specificazione dei vincoli giuridici in cui si esprime la creazione di patrimoni di destinazione solo attraverso la concreta disciplina di riferimento è stata di recente evidenziata anche da MESSINETTI D., *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione dei crediti"*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2002, II, 101 ss.

<sup>403</sup> Secondo i criteri legislativi di interpretazione stabiliti dall'art. 12 delle «Disposizioni sulla legge in generale»: sull'argomento v. GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, I, Padova, 2014, 104 ss.; ALPA G., *Principi generali*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 1993, 133 ss.; GIULIANI A., *Le disposizioni sulla legge in generale: gli articoli da 1 a 15*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, I, Torino, 1999, 423 ss.

<sup>404</sup> Che uno dei criteri-indice di una "separazione" sia proprio la riserva dell'azione esecutiva in favore di determinati creditori è posto in rilievo da BIGLIAZZI GERI L., *op.ult. cit.*, 284 ss.

<sup>405</sup> GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto, Annali II-2*, Milano, 2008, 214.

<sup>406</sup> *Contra*, GUERRIERI G., Art. 1. *Ambito di applicazione e definizioni*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, commentario a cura di Maffei Alberti, *Leggi civ. comm.*, 2000, V, 1020; GALLETTI D., Art. 3. *Società per la cartolarizzazione dei crediti*, *ivi*, 1072 ss.



dei diritti incorporati nei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti oggetto di cartolarizzazione – non possono soddisfarsi sui flussi finanziari che derivano dalla cessione del portafoglio; dall'altro, gli investitori possono solo contare sulla garanzia patrimoniale costituita dai suddetti flussi e dal portafoglio crediti e non sugli altri patrimoni separati riguardanti altre operazioni, né sul restante patrimonio generale non separato delle emittenti i titoli.

Si tratta, a ben vedere, di una separazione *biunivoca*<sup>407</sup>, affine a quella riscontrabile nella disciplina di cui all'art. 2447-bis c.c.

Ciò premesso, in linea con l'obiettivo della l. n. 130/1999 di consentire l'importazione nel nostro sistema di un modello giuridico proveniente dal mondo anglosassone (modello internazionale di *securitization* e, in particolare, del principio del “*limited recourse*”<sup>408</sup>) la cui realizzazione in quell'ambito avviene attraverso l'utilizzazione dell'istituto del *trust*<sup>409</sup>, la dottrina<sup>410</sup> ha sottolineato la inidoneità di una “separazione” che non sia “separazione in senso stretto”.

In particolare, si è posto in rilievo<sup>411</sup> che, al di là delle definizioni utilizzate nella qualificazione di un medesimo fenomeno, per ottenere nel nostro ordinamento una situazione giuridica assimilabile a quella realizzata in *common law* attraverso il *trust*, occorre prevedere una “separazione” in senso stretto ove l'elemento fondamentale è individuato proprio nella c.d. “incomunicabilità bidirezionale” fra il patrimonio

---

<sup>407</sup> GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, cit., 214.

<sup>408</sup> Sostiene l'essenzialità della «caratteristica “*limited recourse*”, ovverosia ad azionabilità o esigibilità limitata, dei crediti incorporati nei titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione », RUCELLAI C., *op. cit.*, 413, il quale considera la diversa soluzione in contrasto con lo scopo primario della cartolarizzazione: trasferire sui portatori dei titoli il rischio del portafoglio crediti ceduto. E sottolinea, a conferma, che la Banca d'Italia non avrebbe prescritto (provvedimento del 29 marzo 2000, pubblicato sulla *Gazzetta Uff.*, 3 aprile 2000, n. 78) che i crediti ceduti, i titoli emessi, gli interessi passivi su titoli emessi e le altre operazioni compiute nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione formano oggetto di rivelazione soltanto in nota integrativa e non compaiono né nel conto patrimoniale, né nel conto economico della società per la cartolarizzazione, se essa assumesse il rischio dei crediti ceduti o dovesse comunque rispondere con il suo patrimonio dei titoli emessi (Id., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, *Giur. comm.*, 2001, I, 397 s.). Critica l'opportunità sul piano terminologico di ricorrere all'espressione straniera «*limited recourse*» in quanto essa induce a supporre che, seppure a ricorso limitato, il debitore principale nei confronti dei portatori dei titoli sia la società-veicolo, mentre l'impianto del bilancio della stessa non è compatibile con una costruzione di questo tipo, FERRO-LUZZI P., *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, *Bancaria*, 2001, 25. Sulla natura della separazione disposta dalla l. n. 130/1999, cfr. inoltre SEVERI C., *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007, 256 ss.

<sup>409</sup> In argomento, FRIGNANI A., *La “securitization” come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro it.*, 1995, c. 299.

<sup>410</sup> Per una analisi delle nozioni di separazione, autonomia, segregazione e dei relativi elementi di comunanza e di differenziazione, v. LUPOI M., *Trusts*, cit., 565 ss.

<sup>411</sup> Così LUPOI M., *op. ult. cit.*, 569 ss.

separato e il soggetto che ne è titolare, riscontrabile soltanto nel *trust*. Al contrario, nella mera “separazione” si può comunque ravvisare l’esistenza di “un punto di passaggio unidirezionale” fra il patrimonio separato e il patrimonio ordinario del soggetto, che consente sia la comunicazione della responsabilità dal patrimonio generale a quello separato, sia la comunicazione degli arricchimenti dal patrimonio separato a quello generale. Tale punto di passaggio risulta, invece, sempre chiuso nel *trust*, anche nell’ipotesi in cui patrimonio generale e oggetto del *trust* appartengano allo stesso soggetto, come accade qualora il *trust* sia istituito da chi se ne proclami *trustee*.

A prescindere dalla forma scelta fra quelle legislativamente previste per attuare la cartolarizzazione, ossia attraverso il meccanismo (privilegiato) della cessione di crediti a una società veicolo (modello di *securitization* anglosassone) ovvero mediante l’erogazione di un finanziamento e le cessioni a fondi comuni di investimento<sup>412</sup>, opera in ogni caso la “separazione”. Tuttavia, è possibile rilevare che, mentre nei casi in cui la cartolarizzazione sia realizzata attraverso una cessione di crediti la vicenda di distacco riguarda soltanto il cessionario (società per la cartolarizzazione o fondo comune d’investimento) dal cui patrimonio proviene, per esservi transitata attraverso la cessione, appunto, la massa di crediti separata e destinata a unica ed esclusiva garanzia degli investitori, nel caso di cartolarizzazione attuata tramite erogazione di un finanziamento, la separazione concerne, invece, da un lato, il finanziato e cioè l’originario soggetto generatore dei crediti – che, conservando la titolarità degli stessi, ne subisce il distacco dal suo restante patrimonio e la particolare destinazione a esclusiva garanzia degli investitori – dall’altro il finanziatore, che pur essendo il soggetto emittente i titoli, non risponde nei confronti dei portatori di questi con il suo patrimonio, ma con il flusso finanziario generato dai crediti cartolarizzati. In questo caso, la vicenda di separazione sembra, perciò, configurarsi in modo singolare, come riserva di una parte del patrimonio di un soggetto (*originator*/finanziato) a unica ed esclusiva garanzia dei creditori di un soggetto diverso (finanziatore/emittente). A ben vedere, in caso di cartolarizzazione posta in essere mediante finanziamento, ove il

---

<sup>412</sup> L’art. 7, l. n. 130/1999 estende le disposizioni in essa contenute, in quanto compatibili, alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l’erogazione di un finanziamento ed alle cessioni a fondi comuni di investimento, consentendo così la produzione di quello che può qualificarsi come effetto segregativo indipendentemente dalla attuazione di una cessione dei crediti, ovvero dalla interposizione di un nuovo ed apposito soggetto di diritto. Sugli schemi cui fa riferimento l’art. 7 l. n. 130/1999, v. GRANIERI M. – RENDA A., *La “securitization” tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in Pardolesi R. (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999, 42 ss.

legislatore non detta una disciplina *ad hoc*, limitandosi a rinviare alle disposizioni di legge “in quanto compatibili”, si rende necessario ricostruire la fattispecie alla stregua di una doppia vicenda di separazione<sup>413</sup>, al fine di realizzare una situazione coincidente, per quanto possibile, con quella generata attraverso il diverso strumento della cessione dei crediti e assicurare, infine, l’imprescindibile “segregazione” dei crediti da cartolarizzare. In conclusione, qualunque sia, fra quelli ammessi, il meccanismo di attuazione della cartolarizzazione, la *voluntas legis* di destinare gli attivi generati dai crediti cartolarizzati al soddisfacimento, in via esclusiva, dei diritti degli investitori e quegli stessi crediti a loro esclusiva e unica garanzia si riferisce a ogni *tipo* di cartolarizzazione<sup>414</sup>. Tuttavia, l’incertezza interpretativa circa il concreto atteggiarsi della separazione nel caso di cartolarizzazione mediante finanziamento – disciplinata, come accennato, in stretto rapporto con l’ipotesi di cartolarizzazione mediante cessione – ha portato a concludere che, in questo caso (che riproduce, tra l’altro, la tecnica inglese della *subparticipation*), gli investitori sarebbero esposti a un rischio maggiore rispetto a quello proprio di una cartolarizzazione attuata mediante cessione dei crediti<sup>415</sup>.

Va infine rilevato che la legge espressamente prevede la possibilità che una stessa società<sup>416</sup> realizzi più operazioni di cartolarizzazione, disponendo che ognuna di esse resti separata dalle altre attraverso la previsione di una destinazione esclusiva di ciascun complesso di crediti a garanzia dei portatori dei titoli corrispondentemente emessi. Tale ipotesi, pur presentandosi in modo strutturalmente più complesso – in quanto ciascuna

---

<sup>413</sup> Una prima vicenda di separazione, concernente il finanziato, implicherebbe destinazione esclusiva degli attivi derivanti dai crediti oggetto di cartolarizzazione alla restituzione del finanziamento ottenuto con conseguente distrazione dei crediti stessi dalla funzione di garanzia generica di tutti i creditori) e corrispondente limitazione della responsabilità patrimoniale del finanziato rispetto all’adempimento dell’obbligo di restituzione; una seconda, riguardante il finanziatore, determinerebbe destinazione esclusiva di quanto ottenuto a titolo di restituzione del prestito, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi dallo stesso per procurarsi la provvista necessaria ad effettuare il finanziamento, e correlativa circoscrizione della sua responsabilità patrimoniale rispetto agli investitori. La legge, infatti, dispone, come si è visto (art. 3), che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni e, altresì, che su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli.

<sup>414</sup> In particolare, a questa conclusione conducono le disposizioni contenute nell’art. 3, 2° co., rilette alla luce di quanto previsto dall’art. 7, 1° co., lett. a), e 2° co

<sup>415</sup> Così, ad es., RUMI G., *Securitisation. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell’istituto, cit.*

<sup>416</sup> Cfr. l’art. 3, l. 130/1999. Si parla, al riguardo, di società «multi-comparto», traducendo in italiano l’espressione *multiconduit*, che insieme all’altra, *multiseller*, è in genere utilizzata per descrivere il fenomeno. Nel modello inglese di *securitisation* generalmente il ruolo di SPV è svolto da una società appositamente creata, che esaurisce la propria funzione nello svolgimento di una singola operazione di cartolarizzazione. Negli Stati Uniti, invece, è diffusa anche la prassi di SPV multi-comparto.

operazione produce un autonomo distacco dal patrimonio di provenienza di una distinta massa di crediti, la cui sorte giuridica va mantenuta indipendente da quella di ogni altra, oltre che, ovviamente dalla sorte giuridica del patrimonio di provenienza – riproduce, essenzialmente, una serie parallela di separazioni con riferimento a uno stesso soggetto, ossia il ripetersi del fenomeno sopra descritto, tante volte quante sono le operazioni di cartolarizzazione dallo stesso poste in essere.

In questo contesto, non va sottaciuta la rilevanza, altresì, della finanza di progetto (c.d. *project financing* o *project finance* secondo la terminologia albionica), introdotta per la prima volta nel nostro ordinamento dall'art. 37-bis ss., l. 11 febbraio 1994, n. 109<sup>417</sup> – con connotati che richiamano quelli dei finanziamenti destinati a uno specifico affare – e che trova, oggi, piena collocazione nel Codice degli appalti<sup>418</sup> con un procedimento pubblicistico che riprende, nei suoi lineamenti essenziali, la disciplina già dettata dal testo della legge quadro sui lavori pubblici e successive modifiche<sup>419</sup> confermando, in ogni caso, l'estensione dei principi dettati dal Codice alle procedure di finanza di progetto. Con grande semplificazione, l'elemento di base della finanza di progetto è un finanziamento, una forma di concessione di credito la cui caratteristica peculiare risiede nella circostanza che al rimborso del finanziamento dei terzi sono destinati in via prioritaria i proventi del progetto medesimo, unica o principale garanzia per la restituzione del capitale di debito, e che la valutazione del rischio e della conseguente remunerazione dell'investimento non sono direttamente connessi alla solvibilità del soggetto in cui favore è erogato l'investimento, ma dalle prospettive di realizzazione di una redditualità<sup>420</sup>. A tal fine, si è osservato che nella finanza di progetto beneficiario del prestito è non già l'impresa in quanto tale, ma l'impresa in quanto insieme di

---

<sup>417</sup> L'introduzione della finanza di progetto nel nostro ordinamento deve essere fatta risalire alla L. 18 novembre 1998 n. 415 (cd. "Merloni *ter*"), che ha novellato la l. 11 febbraio 1994, n. 109 "Legge quadro in materia di lavori pubblici" abrogata, quest'ultima, dall'art. 256, D.Lgs. 12 aprile 2006, n. 163, nonché in una serie di disposizioni normative contenute in leggi speciali. Fino alla novellazione della l. n. 415/1998 mancava, nel nostro ordinamento, una compiuta disciplina delle fattispecie di partecipazione privata alla realizzazione di opere pubbliche. Vedi sul punto FERRARI G. F., *Il project financing: i principi e le procedure, i vincoli e le libertà del diritto pubblico, nella vecchia e nella nuova normativa*, in S. Scotti Camuzzi (a cura di), *Il project financing come strumento di realizzazione di opere pubbliche* - atti del convegno tenuto in Roma, presso la Banca di Roma, Palazzo De Carolis, il 19 novembre 2001, Milano, 2002, 55. Si v. altresì MAZZIERI A., *I profili civilistici del project financing*, in G. Napolitano, A. Mazzieri, D. Napolitano (a cura di), *Il project financing*, Napoli, 2006, 211.

<sup>418</sup> Cfr. artt. 152 ss., Codice sugli appalti. Vedi sul punto CANCRINI A., PISELLI P., CAPUZZA V., *La nuova legge degli appalti pubblici*, commento sub artt. 152-160, Roma, 2006, 336 ss.

<sup>419</sup> Da ultimo, le modifiche poste in essere dalla L. 1° agosto 2002, n. 166, contenente "Disposizioni in materia di infrastrutture e trasporti".

<sup>420</sup> SCIUTO R., *La finanza di progetto*, in S. Amoroso-C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, 446.

progetti da realizzare<sup>421</sup>. Il *project financing* rappresenta, quindi, un sottotipo, anzi, una evoluzione dei finanziamenti di scopo e, in particolare, del mutuo di scopo<sup>422</sup>. La circostanza, peraltro, che lo “scopo” finanziato sia costituito dalla realizzazione di un’opera a elevata redditività, rende necessaria l’adozione di una serie di meccanismi finalizzati alla concreta destinazione allo scopo previsto e alla garanzia della restituzione della somma erogata. Di conseguenza, al fine di separare l’impresa e l’attività industriale svolta in occasione della operazione di finanza di progetto, il finanziamento erogato dalle imprese finanziarie non è corrisposto direttamente all’impresa interessata ma a una società veicolo (*project company* o *special purpose vehicle*), che si contraddistingue in quanto il proprio oggetto sociale è delimitato con riferimento a un’unica operazione, sia pure complessa, consistente nella gestione di un flusso di cassa (*cash flow*) destinato, in *primis*, alla copertura delle spese sostenute e alla restituzione del credito erogato e, solo in subordine, a costituire il profitto dell’impresa promotrice. Anche nella finanza di progetto, dunque, ritroviamo tutti gli elementi da cui evincere l’operatività di un regime di separazione patrimoniale in senso proprio: la società di progetto, infatti, anche qui è una autonoma società veicolo avente a esclusivo oggetto sociale la gestione e la realizzazione dello specifico progetto da finanziare, con conseguente “isolamento” del progetto medesimo dalle altre attività patrimoniali dei soggetti promotori. Ciò determina grossi vantaggi, in special modo per i finanziatori del progetto, in virtù della riferita separazione del flusso di cassa originato dall’attività della società veicolo dal patrimonio personale dei promotori: su tali introiti, dunque, potranno rivalersi in via privilegiata i finanziatori, per ottenere il pagamento degli interessi e la restituzione dell’importo erogato<sup>423</sup>. Infine, è opportuno evidenziare come la figura del *trust* trova nel *project financing* un suo campo di applicazione ottimale: i *project financing* concepiti nei paesi di *common law* fanno, infatti, ampio utilizzo dello strumento del *trust* con diverse finalità<sup>424</sup>. In particolare, l’influenza del

---

<sup>421</sup> TOTARO F., *Il project financing*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Torino, 2005, 337.

<sup>422</sup> Sul cd. mutuo di scopo vedi LUMINOSO A., *I contratti tipici e atipici*, 1995, Milano, 741; LA ROCCA D., *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Torino, 2005, 177.

<sup>423</sup> In tema di *project financing*, v., *ex multis*, DRAETTA U., VACCA C., *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997; COSTANTINO L., *Profili privatistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. impr.*, 1, 2003, 389; PAGLIETTI C., *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, 283; SICA S., D’ANTONIO V., *Il sistema multinegoziale del project financing*, in *Il diritto privato della pubblica amministrazione*, a cura di P. Stanzone, A. Saturno, Padova, 2005, 905.

<sup>424</sup> CARRIÈRE V., *Project financing: profili di compatibilità con l’ordinamento italiano*, Padova 1999; ID., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, cit., 5

*trust* sulla finanza di progetto, come disciplinata dal Codice degli appalti, “rappresenta un dato costante”<sup>425</sup>, soprattutto nella realtà anglosassone, patria di entrambi gli istituti, ove viene impiegata quale forma di garanzia per il creditore nei finanziamenti di scopo<sup>426</sup>.

I modelli di *trust* ai quali si fa ricorso, in concreto, nelle operazioni di *project financing*, nei paesi anglosassoni, sono il *trust borrowing vehicle* e il *security trust*<sup>427</sup>. Nel complesso, la logica che giustifica il ricorso al *trust* nel *project financing* è assimilabile a quella che porta, in altri casi, all’erezione di una vera e propria società veicolo<sup>428</sup> o alla fattispecie dei patrimoni destinati quale ulteriore alternativa alla costituzione di una società<sup>429</sup> e, soprattutto, al ricorso alla figura del “finanziamento di specifici affari con una separazione patrimoniale “ (art. 2447- *decies*, c.c.)<sup>430</sup>. Sul punto, peraltro, sembra possibile ipotizzare che il ricorso alla erezione di un vincolo di destinazione, in luogo della costituzione, possa essere attuato anche nella finanza di progetto disciplinata dal Codice degli appalti. L’art. 156, co. 1 del Codice prevede, infatti, che la costituzione della società di progetto dopo l’aggiudicazione della concessione abbia carattere meramente facoltativo, per cui potrebbe ritenersi del tutto

---

<sup>425</sup> LOPILATO V., *Il trust e la finanza di progetto*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 88.

<sup>426</sup> Si osserva che "si vanno intensificando le ipotesi di utilizzo del trust in campo bancario e finanziario e, segnatamente, nel campo delle garanzie " in MAIMERI F., *Le garanzie bancarie " improprie "*, Torino, 2004, 116.

<sup>427</sup> Nel *trust borrowing vehicle* il promotore segrega in trust l'insieme dei proventi derivante dall'attività oggetto del finanziamento, determinandosi nell'atto istitutivo del *trust* i criteri di attribuzione tra i vari attori dell'operazione, con la conseguenza che le utilità del progetto sono attribuite, in via esclusiva, ai creditori e agli altri soggetti interessati. Nel *security trust*, invece, il *trust* svolge un ruolo attivo sin dalla fase della raccolta delle risorse finanziarie e anche il finanziamento sarà erogato direttamente in favore di un patrimonio fiduciario. In tal modo, l'effetto di segregazione si realizza già al momento della corresponsione delle somme, con la maggiore garanzia, a favore dei finanziatori, che le somme saranno utilizzate per le finalità previste.

Infine, nel *construction trust financing*, è lo stesso promotore dell'opera a trasferire al *trust*, di cui è beneficiario il futuro realizzatore dell'opera, l'insieme delle utilità necessarie (progetti, finanziamenti, immobili) alla costruzione della stessa. TOTARO F., *Il project financing*, cit., 368 ss.; MAZZIERI A., *I profili civilistici del project financing*, cit.

<sup>428</sup> MAZZIERI A., *op. ult. cit.*.

<sup>429</sup> MAIMERI F., *Finanziamento alle imprese e riforma societaria*, Reggio Calabria, 2004, 256. Per l'osservazione secondo cui "il patrimonio destinato potrebbe forse realizzare alcune funzioni che in altri ordinamenti il *trust* assolve", nonché per i rapporti con il *project financing*, vedi FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. società*, 2002, 135; per la tesi per cui "pare dunque proponibile la riconducibilità al concetto di specifico affare di quello che tipicamente rappresenta lo scopo di ogni *project financing* e cioè la realizzazione di un progetto normalmente infrastrutturale", v. CARRIÈRE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. società*, 2003, 1007.

<sup>430</sup> Per la differenza tra le due fattispecie cfr. MARANO G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2004, 41.

ammissibile, da parte dei soggetti aggiudicatari, realizzare la citata operazione patrimoniale mediante la costituzione di un vincolo di destinazione, conferendosi, da parte dell'aggiudicatario, il fondo e il bene da costruire, nonché i ricavi, in favore sia dei finanziatori sia dell'ente pubblico futuro acquirente del bene. Tuttavia, già con riferimento alla previgente l. n. 415/1998 non erano mancate voci discordi<sup>431</sup> in relazione al ricorso alla mera "destinazione di un patrimonio" o alle citate figure previste dalla riforma del diritto societario in luogo della (opzionale) costituzione di una società.

## **5.2 I servizi e le attività di investimento**

Come visto in precedenza, nella riflessione civilistica la nozione di separazione patrimoniale rimanda a una categoria tradizionale, venendo in considerazione il principio di non divisibilità del patrimonio, che emerge dalla norma di cui all'art. 2740, co. 2°, c.c.: se le limitazioni della responsabilità patrimoniale sono ammesse nei soli casi stabiliti dalla legge, la creazione di patrimoni separati è effetto riconducibile ai soli atti cui la legge attribuisce espressamente la capacità di produrre l'effetto separativo.

Ai fini della presente indagine, assume peculiare rilievo, nell'ambito dei servizi e delle attività di investimento, il principio cogente cristallizzato nell'art. 22, t.u.f.<sup>432</sup>, rubricato "Separazione patrimoniale" e in base al quale gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti costituiscono patrimonio "distinto" a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti; lo stesso principio si applica anche alle banche<sup>433</sup>, ma limitatamente agli strumenti finanziari detenuti per conto degli investitori: per gli istituti di credito, autorizzati alla raccolta di risparmio tra il pubblico mediante acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, si applica infatti la disciplina del deposito bancario prevista dall'art. 1834 c.c. secondo cui la proprietà del denaro depositato dalla clientela si trasferisce alla banca al fine di impiegarlo nella raccolta del

---

<sup>431</sup> SALVO M., *La destinazione del patrimonio ad uno specifico affare e la partecipazione a procedure di project financing: le ragioni del no*, in *Temi Romana*, 2005, 84.

<sup>432</sup> Ai sensi dell'art. 22, Tuf, la separazione opera anche nella prestazione di servizi accessori, con ciò ampliandosi l'effetto separativo. In tema. Si v. LUCANTONI P., *Commento sub art. 22. Separazione patrimoniale*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 394 ss.; GAGGERO P., *Commento all'art. 22*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, 233 ss.

<sup>433</sup> Banca la quale acquista la disponibilità del denaro dei clienti, secondo le regole sul deposito bancario di cui agli artt. 1834 ss. c.c. Cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 233 ss.; DI AMATO A., *I servizi di investimento in Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amoroso, Milano, 2008, 117 ss.

credito. Sul patrimonio di pertinenza del singolo investitore non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario (o nell'interesse degli stessi).

Il regime di separazione patrimoniale, in tal modo, si caratterizza per l'integrale separazione del patrimonio degli investitori dal patrimonio dell'intermediario e, al tempo stesso, per la separazione del patrimonio del singolo investitore da quello di tutti gli altri investitori. Nel contesto dei mercati finanziari l'investitore può, in buona sostanza, scegliere il livello di separazione patrimoniale, optando per una gestione su base collettiva, in cui la tecnica della "confusione" a monte impiegata per la formazione del patrimonio da gestire viene combinata con un meccanismo di separazione, oppure per una gestione individuale, nel quadro generale dei servizi e delle attività di investimento, ove la separazione sortisce i suoi "effetti" sul patrimonio dell'intermediario e dei singoli clienti<sup>434</sup>. Nella fattispecie in esame, l'espressione «patrimonio distinto» è seguita dalla specificazione «a tutti gli effetti». A ben vedere, gli "effetti" discendenti dalla "distinzione" del patrimonio sono riferibili, in primo luogo, alla circolazione dei beni interessati dalla separazione e, in secondo luogo, al piano della responsabilità patrimoniale.

Il primo aspetto comporta che la destinazione in via esclusiva dei beni a un determinato scopo ne sancisce automaticamente l'indisponibilità per ogni altro o diverso fine; così, a rafforzare il principio della separazione patrimoniale soccorrono, in via funzionale, le disposizioni che regolano i limiti di utilizzo dei beni detenuti dall'intermediario che presta i servizi di investimento (o accessori)<sup>435</sup> e i presidi organizzativi imposti all'intermediario<sup>436</sup>, in parte affidati all'autonomia organizzativa dell'intermediario e in

---

<sup>434</sup> V. FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, cit., 24.

<sup>435</sup> Peraltro, secondo PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., 50 e nt. 90, il vincolo di destinazione patrimoniale dei beni conferiti in gestione riveste un indubbio valore organizzativo in quanto sarebbe «difficile sottrarsi all'impressione che l'affidamento riposto dall'investitore nell'intermediario concerne (...) anche (e forse anzitutto) la scelta di una struttura organizzativa idonea a consentire la salvaguardia dei diritti dei clienti sui beni affidati all'impresa riconoscendo loro un potere successivo piuttosto che preventivo».

<sup>436</sup> Gli strumenti finanziari che costituiscono oggetto di contrattazione nei mercati regolamentati sono privi di materialità, con la conseguenza che il deposito, la circolazione e, dunque, l'individuazione degli stessi non avviene con la movimentazione materiale o con la consegna di titoli fisicamente individuati bensì attraverso l'annotazione scritturale di tutti gli elementi utili per l'identificazione. In tale dimensione, gli intermediari finanziari sono gli unici soggetti abilitati alla detenzione degli strumenti in quanto dotati di un'idonea organizzazione contabile valutata e controllata dalle autorità di vigilanza. La separazione patrimoniale risulta, pertanto, alla luce di queste peculiari caratteristiche della nuova morfologia unicamente scritturale degli strumenti finanziari, non solo una misura di protezione degli investitori ma anche una necessità strutturale conseguente al fatto che, comunque, l'intera esistenza e circolazione di detti titoli deve avvenire, per motivi tecnici, nella sfera organizzativa dell'intermediario. In considerazione della natura scritturale degli strumenti finanziari, l'attuazione del principio della



parte regolati dalla regolamentazione secondaria<sup>437</sup>. La ragione di simili previsioni trova, evidentemente, fondamento nel pericolo per gli investitori di una confusione dei “patrimoni” dei singoli clienti affidati agli intermediari e degli stessi con il patrimonio dell’intermediario<sup>438</sup>, confusione facilitata dalla fungibilità del denaro e dalla tendenziale fungibilità degli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento<sup>439</sup>, con l’ulteriore rischio di traslare su ciascun investitore il rischio d’impresa dell’intermediario e, per altro verso, il rischio connesso agli investimenti e alla attività degli altri clienti<sup>440</sup>. Nella stessa ottica di prevenzione del rischio<sup>441</sup> è altresì disposto che, salvo consenso scritto dei clienti, l’impresa di investimento, la Sgr, la società di gestione UE, l’intermediario finanziario iscritto nell’elenco previsto dall’articolo 107 del T.U. bancario e la banca non possono utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo; per le disponibilità liquide degli investitori, invece, non è previsto un meccanismo

---

separazione patrimoniale si realizza attraverso la tenuta di una contabilità adeguata e idonea a rendere esplicita e univocamente riconoscibile l’attribuzione ai diversi clienti delle rispettive disponibilità finanziarie. Cfr. B. INZITARI, *Effetti della liquidazione coatta amministrativa sui rapporti in corso. Atti di amministrazione del patrimonio della clientela*, in *Fall.*, 2000, 11, 1211. La valenza organizzativa del vincolo di destinazione patrimoniale dei beni conferiti in gestione è sottolineata da PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., 50 e, *ivi*, nt. 90.

<sup>437</sup> In ossequio alla previsione dell’art. 6, co. 1°, lett. b, Tuf, sulla materia è intervenuta la Banca d’Italia con regolamento n. 1097 del 29.10.2007, contenente il “*Regolamento in materia di capitale minimo e operatività all’estero delle SIM; modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela*”. Circa il deposito e subdeposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela (Titolo V), viene innanzi tutto sancito il principio generale secondo il quale le relative soluzioni organizzative e procedurali, la cui definizione puntuale è rimessa agli intermediari e quindi lasciate alla loro autonomia organizzativa, debbono comunque essere adeguate al tipo e all’entità delle attività svolte e alla natura della clientela; e, più in generale, devono essere idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati nonché la separazione patrimoniale tra i patrimoni dei singoli clienti e tra questi il patrimonio dell’intermediario (sez. I, punto 1). A questo fine, all’intermediario è allora fatto obbligo di istituire, conservare e aggiornare apposite evidenze degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza dei clienti, evidenze suddivise per cliente e per tipologia di servizio o attività prestata.

<sup>438</sup> ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 153.

<sup>439</sup> Cfr. SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, cit., 30 ss.

<sup>440</sup> V. COSTI – ENRIQUES, *op.cit.*, 353 s., i quali, sulla base del rilievo che la prestazione dei servizi di investimento (dove svolta in nome dei clienti) non comporta l’acquisto della proprietà degli strumenti finanziari da parte dell’intermediario e che i servizi di investimento e accessori vengono svolti sulla base di un rapporto individuale e autonomo tra cliente e intermediario, ritengono non necessaria, ma solo utile, la introduzione di una disposizione legislativa che sancisca la separazione patrimoniale e i suoi effetti.

<sup>441</sup> In prevenzione del rischio di confusione di patrimoni opera anche la norma dell’art. 168 del Tuf che agisce con tutta la forza delle sanzioni di carattere penale disponendo che chi viola le disposizioni “concernenti la separazione patrimoniale” allo scopo di procurare “a sé o ad altri” un “ingiusto profitto” è punito con l’arresto e con l’ammenda che la norma stabilisce non essendo comunque escluso “che il fatto costituisca” altra e più grave fattispecie di reato.

derogatorio<sup>442</sup>. Ne risulta una disciplina di indispensabile *prevenzione* del rischio di confusione di patrimoni tanto più rilevante nell'eventualità di situazioni di insolvenza dell'impresa che non devono pregiudicare la posizione finanziaria dei suoi clienti. In secondo luogo, per quanto riguarda gli effetti che attengono al piano della responsabilità patrimoniale, si osserva come la disciplina riguardante la separazione patrimoniale regola i rapporti intercorrenti tra una pluralità di patrimoni separati facenti capo a soggetti diversi (quello dell'intermediario, del depositario e del *sub*-depositario nonché dei clienti), facendo emergere altrettante categorie di creditori quanti sono i patrimoni creati dalla separazione e creando, così, una sorta di frammentazione patrimoniale<sup>443</sup>.

Nel caso in esame, l'effetto della separazione patrimoniale si manifesta su vari piani, la cui rilevanza concreta emerge soprattutto nel caso in cui il soggetto abilitato venga sottoposto a una procedura concorsuale. Così, sul patrimonio del cliente non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né sono ammesse azioni dei creditori dell'eventuale depositario o *sub*-depositario<sup>444</sup> o nell'interesse di quegli stessi soggetti. Di contro, le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse soltanto entro i limiti del patrimonio "separato" riferibile a questi ultimi. Per altro verso, sui conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano compensazione legale e giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal *sub*-depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario (art. 22, 2° co., Tuf).

Queste considerazioni danno conto dei bisogni di tutela che stanno alla base delle regole sulla separazione patrimoniale<sup>445</sup> e, in generale, sui servizi e le attività di investimento, considerando che la disciplina contenuta nell'art. 22, t.u.f. segue quella dedicata ai "principi generali" fra cui è previsto, tra l'altro, che i soggetti abilitati debbano adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati (art. 21, co. 1° *bis*, lett. c, t.u.f.).

---

<sup>442</sup> Di contro, il denaro depositato presso la banca è sempre nella disponibilità di quest'ultima.

<sup>443</sup> ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 152 s.

<sup>444</sup> Il meccanismo del *sub*-deposito impone una separazione patrimoniale "multilivello" tra il patrimonio del *sub*-depositario, dell'intermediario e dei singoli clienti. La procedura organizzativa impone, a tal fine, che nelle evidenze presso l'intermediario relative a ciascun cliente debbano essere indicati i soggetti presso cui sono *sub*-depositati gli strumenti finanziari e presso il *sub*-depositario siano tenuti conti intestati all'intermediario depositante, con l'indicazione che si tratta di beni di terzi.

<sup>445</sup> V. GAGGERO P., *Commento all'art. 22*, cit., 236 ss. e 252 s., per cui tali bisogni non trovano compiuta soddisfazione nell'assetto delineato dalla disciplina sulla separazione patrimoniale.

Ferma restando una diversa riferibilità soggettiva dei patrimoni *distinti*, la cui titolarità fa capo a soggetti diversi, la separazione patrimoniale riveste, dunque, un preminente ruolo di tutela del cliente essendo diretta a realizzare il migliore soddisfacimento degli interessi dei soggetti che hanno deciso di determinare la creazione di tali patrimoni. In effetti, nella disciplina tratteggiata non assumono rilievo le problematiche relative alla soggettività giuridica e alla dicotomia soggetto-oggetto tipiche della prospettiva statica dell'appartenenza ma, al contrario, assume ruolo centrale l'impiego del patrimonio distinto riferibile all'investitore per lo specifico fine dell'investimento del risparmio ossia per lo svolgimento del servizio scelto dal cliente stesso.

Tale impiego determina la separazione di quella massa patrimoniale dal restante patrimonio dell'investitore nonché dal patrimonio del gestore che (pur) ne assume la disponibilità allo scopo di investirla. Si configura, in tal modo, una "distinzione" di patrimoni in senso "debole", risultante dal fatto che vi è una diversità biologica dei soggetti a cui i patrimoni sono riferibili<sup>446</sup>. Considerando che i patrimoni distinti o autonomi sono gestiti da soggetti diversi dal titolare e che si realizza, quindi, un'amministrazione di patrimoni altrui finalizzata alla soddisfazione di un interesse, la disciplina sulla limitazione della disponibilità dei beni da parte del gestore<sup>447</sup> e sul regime di specializzazione patrimoniale delineata dall'art. 22, t.u.f., va letta, come evidenziato, congiuntamente con la normativa che definisce regole e principi riguardanti le modalità di gestione<sup>448</sup>.

---

<sup>446</sup> Cfr. SPADA P., *Autonomia patrimoniale e nuova legislazione commerciale*, testo dattiloscritto della relazione tenuta il 12 dicembre 1996 presso l'Università La Sapienza di Roma al seminario su *I patrimoni autonomi e separati*, nonché COSTI R.-ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, cit., 353 s. e nt. 109.

<sup>447</sup> Per quanto concerne le limitazioni al potere dispositivo, si è visto che la limitazione del potere di disporre dei beni che costituiscono il patrimonio distinto o autonomo assume una duplice direzione: il gestore non può disporre dei beni che è chiamato a gestire o a utilizzare in funzione del servizio di investimento o accessorio prestato e l'investitore non può disporre dei beni affidati in gestione o per la prestazione dei predetti servizi a garanzia dei propri crediti (qualunque ne sia la causa), se non entro precisi limiti.

<sup>448</sup> Alle necessarie garanzie di tutela degli investitori provvedono disposizioni che al loro vertice hanno le norme degli artt. 21 a 25 del Tuf. Ma a esse una volta di più occorre guardare nella prospettiva indicata dalla *basic rule* del primo comma dell'art. 5, che alle discipline di pubblica vigilanza assegna come scopo la *trasparenza* e la *correttezza* così come la *sana e prudente gestione* delle attività dei "soggetti abilitati". E tutto questo "avendo riguardo" appunto alla "tutela degli investitori" ma anche "alla stabilità, alla competitività e al complessivo "buon funzionamento del sistema finanziario". Per conseguire un risultato utile occorreva perciò apprestare un ordinamento di settore che se doveva muovere da puntuali discipline dei contratti di investimento al tempo stesso rendeva poi indispensabili precise regole dell'agire di impresa a loro volta necessariamente integrate da un rigoroso regime di separazione del patrimonio dei singoli investitori da qualsiasi altro.

Sotto tale profilo, il patrimonio è in *funzione* del servizio di investimento prestato, in quanto assume valore la relazione tra separazione e destinazione patrimoniale che pare configurarsi come un rapporto di mezzo a fine e non di causa-effetto.

Osservando il “fenomeno” socio-economico in un’ottica puramente pratica, in cui l’obiettivo è la funzionalizzazione dei beni concepiti in modo dinamico in rapporto alla loro redditività e produttività, la separazione risulta *funzionale* ad assicurare che la destinazione impressa sul patrimonio distinto e la correlata specializzazione della responsabilità patrimoniale sia salvaguardata.

La ricostruzione del sistema nella delineata ottica della gestione e dell’amministrazione/disposizione, sotto varie forme, di un patrimonio altrui, che coinvolge una pluralità di soggetti a cui fanno capo diversi interessi nonché patrimoni distinti e in cui ogni atto giuridico posto in essere dall’intermediario/gestore per conto dei clienti è finalizzato all’impiego del patrimonio distinto, conduce a qualificare il principio della separazione quale strumento fondamentale funzionalmente garantistico per il cliente stesso, nell’ambito del rapporto fiduciario tra cliente e gestore.

In questo caso la separazione, assorbendo aspetti connessi al piano gestionale e all’impiego del risparmio allo scopo dell’investimento, presuppone avvenuta la “destinazione” che ha determinato la separazione stessa della massa patrimoniale da altri beni o patrimoni. La destinazione deve essere intesa, dunque, in senso “atecnico”, non come imposizione di un vincolo di scopo in ordine a una determinata massa patrimoniale, bensì in termini di impiego di una parte del patrimonio dell’investitore per lo specifico fine dell’investimento del risparmio, in cui il cliente risulta beneficiario privilegiato della suddetta destinazione.

Tale concetto, pur evocando temi classici e antichi quale la categoria ottocentesca dei patrimoni di destinazione, nella disciplina tratteggiata intercetta aspetti *dinamici* del patrimonio, in cui la destinazione si pone quale strumento incidente sulla circolazione dei beni e sulle regole della responsabilità patrimoniale<sup>449</sup> cui consegue la sottrazione dei beni medesimi alla generale responsabilità patrimoniale per debiti contratti per finalità estranee allo scopo medesimo.

Donde, anche in questo caso, la (persistente) valenza funzionale della separazione, quale regime giuridico particolare caratterizzato dall’impiego di tecniche di governo della responsabilità patrimoniale e di disposizione dei beni destinati allo scopo dell’investimento.

---

<sup>449</sup> BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., *passim*.

### 5.3. I fondi pensione

Le forme di previdenza complementare prefigurate dalla legislazione di settore rappresentano, con ogni evidenza, un sistema normativo quanto mai complesso. Nonostante le diverse forme pensionistiche e la distinzione tra fondi pensione “chiusi” e fondi pensione “aperti”, l’intera disciplina di materia si informa a medesimi principi generali che conformano le disposizioni particolari. Innanzi tutto, ogni forma pensionistica complementare e, perciò, qualsiasi fondo pensione, origina da atti di autonomia di soggetti privati, volta a volta contratti collettivi, “accordi” di altro genere, atti regolamentari o deliberazioni di impresa, ma pur sempre atti di autonomia a carattere negoziale<sup>450</sup>.

In particolare, la forma pensionistica “fondo pensione chiuso” è associazione o fondazione del primo libro del codice civile e, perciò, una particolare organizzazione di soggetti, attività e mezzi istituita in base a contratti o accordi collettivi anche aziendali che, in ragione della natura “chiusa”, è pensata per specifiche categorie di lavoratori quali possibili destinatari o aderenti definite in ragione dell’appartenenza a un determinato comparto, impresa o gruppo di imprese o a uno specifico territorio. Quanto più numerosi saranno gli aderenti alla forma pensionistica tanto maggiori saranno le risorse finanziarie, per la massima parte consegnate in gestione a imprese di intermediazione mobiliare che movimentano il portafoglio finanziario del fondo pensione nel modo necessario per incrementare il suo valore, così da procurare le dovute prestazioni di rendita o (in limitata misura) in conto capitale agli iscritti al fondo una volta maturati i requisiti dell’età pensionabile.

Operando con la medesima finalità di genere previdenziale, il fondo pensione “aperto” è, invece, semplicemente “patrimonio separato e autonomo” gestito all’interno delle stesse imprese di intermediazione finanziaria ammesse alla gestione delle risorse di fondi pensione “chiusi”. I fondi pensione aperti sono forme pensionistiche complementari alle quali possono iscriversi tutti coloro che, a prescindere dalla situazione lavorativa, intendano conseguire una rendita integrativa della pensione di base.

In ogni caso, si tratti di fondo pensione “chiuso” o di fondo pensione “aperto”, la

---

<sup>450</sup> In generale, sul tema, si rinvia a PONZANELLI G., *I fondi pensione nell’esperienza nordamericana e in quella italiana*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, 109 ss.

materia è regolata da norme di pubblica vigilanza, che assegnano consistenti poteri alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione e si applica una rigorosa disciplina delle attività di investimento delle risorse del fondo pensione e un regime di impiego della ricchezza finanziaria dei fondi pensione che, in considerazione della qualità dei soggetti emittenti (e delle loro appartenenze "di gruppo" o di area di mercato), sono attente alla "negoziabilità" dei valori mobiliari<sup>451</sup>. La disciplina comune, in definitiva, tende a raggiungere un giusto punto di equilibrio tra l'esigenza di assicurare una necessaria libertà nelle movimentazioni del portafoglio dei fondi pensione e la contestuale (talora confliggente) esigenza di segnare al libero impiego delle loro risorse taluni limiti di carattere prudenziale. Ma si tratta, a ben vedere, di limiti del tutto ragionevoli e comunque decisamente motivati in considerazione della finalità previdenziale che più di ogni opportunità speculativa deve caratterizzare l'operato dell'investitore "fondo pensione".

Queste premesse risultano importanti per evidenziare come, anche in sede di disciplina delle forme pensionistiche complementari<sup>452</sup>, il "fenomeno" della separazione patrimoniale, seppur adattato alle peculiarità delle diverse forme pensionistiche *ut supra* delineate, risulta strumento funzionalmente idoneo a tutelare la realizzazione dell'oggetto dell'attività del fondo coincidente con lo scopo – etero determinato dal legislatore – di attuare le finalità previdenziali e con la *funzione* di erogare le prestazioni previdenziali.

In primo luogo, con riguardo ai fondi pensione "chiusi", la separazione patrimoniale si ritrova ove il legislatore, nel testo dell'art. 6, comma 9, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252<sup>453</sup>, riferisce l'espressione "patrimonio separato e autonomo"<sup>454</sup> alla limitazione di

---

<sup>451</sup> MARCHESI M., *I fondi pensione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 859 ss.

<sup>452</sup> I fondi pensione sono gli strumenti tecnici individuati dal legislatore per realizzare la previdenza complementare o pensione complementare, aggiuntiva rispetto a quella erogata dagli enti pensionistici obbligatori. Tramite un fondo pensione il lavoratore investe volontariamente risparmi durante la vita lavorativa, allo scopo di garantire prestazioni pensionistiche aggiuntive (pensione integrativa) rispetto a quelle erogate dagli enti previdenziali obbligatori.

<sup>453</sup> Art. 6. *Regime delle prestazioni e modelli gestionali – 1-8 omissis*. 9. I fondi pensione sono titolari dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione, restando peraltro in facoltà degli stessi di concludere, in tema di titolarità, diversi accordi con i gestori a ciò abilitati nel caso di gestione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale. I valori e le disponibilità affidati ai gestori di cui al comma 1 secondo le modalità ed i criteri stabiliti nelle convenzioni costituiscono in ogni caso patrimonio separato ed autonomo, devono essere contabilizzati a valori correnti e non possono essere distratti dal fine al quale sono stati destinati, né formare oggetto di esecuzione sia da parte dei creditori dei soggetti gestori, sia da parte di rappresentanti dei creditori stessi, né possono essere coinvolti nelle procedure concorsuali che riguardano il gestore. Il fondo pensione è legittimato a proporre la domanda di rivendicazione di cui

responsabilità patrimoniale del debitore *ex art. 2740 c.c.* Considerate le peculiarità e le modalità di affidamento della gestione, il rapporto di gestione dei fondi pensione è riconducibile allo schema del contratto di gestione individuale di portafogli di investimento, in cui il rapporto gestorio è riferibile a ogni singolo cliente del fondo pensione gerito (ovvero dell'intermediario gestore). Segnatamente, sotto il profilo della titolarità degli strumenti gestiti, il cliente rimane l'unico titolare degli strumenti finanziari conferiti in gestione che, in deroga ai principi generali, può in qualunque momento rivendicare e di cui può ottenere la restituzione al termine del rapporto, anche se depositati presso soggetti terzi diversi dal gestore essendo ammessa, infatti, ogni prova documentale tra cui i rendiconti redatti dal gestore o dai terzi depositari; ciò, invero, diversamente da quanto avviene per la "gestione in monte" espletata dai fondi comuni di investimento, in cui i singoli clienti sono titolari di un credito corrispondente alla rispettiva quota di partecipazione al fondo<sup>455</sup>. Quanto alla titolarità del patrimonio, invece, ci si è chiesti se il mero impiego, peraltro ambiguo<sup>456</sup>, dei termini "patrimonio separato e autonomo" possa, di per sé, giustificare la persistenza della titolarità di questo patrimonio in capo al fondo pensione. In realtà, si è osservato che la separazione, pur suscettibile di essere declinata in vari gradi di autonomia<sup>457</sup>, comporta, in generale, la destinazione delle attività che compongono il patrimonio verso un fine specifico – da cui non possono essere distratte – e la loro intangibilità da parte dei creditori del soggetto che le amministra mediante azioni esecutive individuali potendo, al contrario, essere utilizzate per soddisfare pretese inerenti ai creditori del medesimo patrimonio che vantano, infine, un credito connesso allo scopo che con il patrimonio si vuole

---

all'articolo 103 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267. Possono essere rivendicati tutti i valori conferiti in gestione, anche se non individualmente determinati o individuati ed anche se depositati presso terzi, diversi dal soggetto gestore. Per l'accertamento dei valori oggetto della domanda è ammessa ogni prova documentale, ivi compresi i rendiconti redatti dal gestore o dai terzi depositari.

<sup>454</sup> Il legislatore del 1993, nel disciplinare i fondi pensione, per descrivere la consimile fattispecie impiego, tra l'altro con norma di lì a poco abrogata, l'onnicomprensiva locuzione di «patrimonio di destinazione, separato ed autonomo», intendendo i termini in nesso di sinonimia sostanziale. Così al secondo comma dell'art. 4 del D. lgs. 21 aprile 1993, n. 124, abrogato dall'art. 5 della Legge 8 agosto 1995, n. 335: «Fondi pensione possono essere costituiti altresì nell'ambito del patrimonio di una singola società o di un singolo ente pubblico anche economico attraverso la formazione con apposita deliberazione di un patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, nell'ambito del patrimonio della medesima società od ente, con gli effetti di cui all'art. 2117 c.c.».

<sup>455</sup> SALERNO M. E., *piccoli passi verso il decollo della previdenza complementare: prime osservazioni sui decreti in tema di regole di comportamento delle società di gestione e modalità di investimento delle risorse previdenziali*, in *Dir. banca merc. Fin.*, 1999, 258.

<sup>456</sup> Così, RIGHINI E., *La gestione "finanziaria" del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2006, 182.

<sup>457</sup> BIGLIAZZI GERI L., *Patrimonio autonomo e separato*, cit., 285.

perseguire. Nel caso specifico, la separazione sortisce gli effetti appena delineati ma non porta a traslare la titolarità del patrimonio separato in capo a un soggetto diverso dal fondo pensione. Il patrimonio, infatti, è sì “separato” e “autonomo” rispetto a chi lo amministra, ma rimane di titolarità di quest’ultimo. Pertanto, pur escludendosi le procedure esecutive individuali dei creditori non dotati di un credito con scopo conforme a quello del patrimonio separato, esso resta comunque sottoposto alle procedure concorsuali che riguardano il soggetto che lo amministra che ne è pure titolare dovendo, tuttavia, considerare il rilievo del vincolo di destinazione in sede di liquidazione e di riparto<sup>458</sup>. Resta invece escluso che altri possano esercitare azione di rivendica sottraendo, in tal modo, i beni agli effetti delle procedure concorsuali, proprio perché la titolarità del patrimonio rimane in capo al soggetto che lo amministra. Nel caso in esame, dunque, la separazione non incide sulla titolarità, neppure formale, delle risorse, salvo eccezioni. A tal fine, è doveroso considerare la scelta legislativa che conserva in capo ai fondi pensione la titolarità dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione<sup>459</sup>, salva, tuttavia, la facoltà di concludere accordi diversi con i gestori in tema di titolarità del patrimonio gestito, ove sia pattuita la garanzia di restituzione del capitale. Al riguardo, la disciplina prevede due fattispecie diverse. In un primo caso, la garanzia di conservazione del capitale trasferisce sul gestore il rischio che il risultato della gestione sia inferiore ai contributi versati. Tale effetto, tuttavia, è la conseguenza dell’assunzione della garanzia che, peraltro, rende necessario e non soltanto eventuale, il passaggio della titolarità e del potere di scelta degli investimenti, quanto meno entro certi limiti, in capo al gestore. In questo caso, in altre parole, la gestione non è svolta soltanto nell’interesse del fondo, ma anche nell’interesse del gestore a disporre delle somme necessarie per far fronte all’impegno di garantire la conservazione del capitale<sup>460</sup>. Si tratta, quindi, di una fattispecie “ibrida”<sup>461</sup>, in quanto la separazione ha natura di ordine esclusivamente gestionale (gestione del patrimonio di terzi). In questa

---

<sup>458</sup> RIGHINI E., *La gestione “finanziaria” del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 183.

<sup>459</sup> Dal che la nota distinzione tra diritto di *voice* e diritto di *exit* che spettano rispettivamente a fondo pensione e soggetto gestore e le limitazioni alla possibilità del primo di delegare il diritto di voto al secondo.

<sup>460</sup> Nonostante i dubbi interpretativi sulla natura finanziaria o assicurativa della garanzia, l’opinione prevalente è nel senso che la garanzia di restituzione del patrimonio sia di natura finanziaria in quanto svincolata dai necessari collegamenti a eventi attinenti alla vita umana (c.d. rischio demografico). GAGGERO P. e TRICOLI G., *Appunti sui fondi pensione*, in *Assicurazioni*, 1997, I, 330 ss.; BAZZANO C., I fondi pensione aperti e i gestori, Napoli, 1997, 126.

<sup>461</sup> In questi termini cfr. VOLPE PUTZOLU G., *Fattispecie di “separazione patrimoniale” nell’attuale quadro normativo*, cit., 184.



ipotesi, in virtù degli speciali accordi stipulabili con i gestori che garantiscono la conservazione del capitale, la titolarità può essere attribuita al gestore derogando, all'evidenza, al principio per cui il fondo pensione resta titolare dei valori e delle disponibilità conferite in gestione. Secondo l'opinione più diffusa, tali accordi prevedono la possibilità di un passaggio in capo al gestore di una titolarità solo "formale", con intestazione, appunto, meramente formale e non "sostanziale"<sup>462</sup> che, diversamente dalla prima, determinando la confusione di patrimoni e l'impossibilità di individuare le componenti del patrimonio, frustrerebbe in radice la stessa qualificazione del rapporto come "gestione" di natura "individuale". In proposito, si deve tuttavia osservare come il concetto di "gestione" non risulti incompatibile con il passaggio della titolarità – seppur "sostanziale" – in capo al gestore. Si deve, tutt'al più, rilevare come questa opzione non sia evincibile dalla disamina della disciplina di settore, che, probabilmente, tende a garantire una più efficiente tutela del risparmio previdenziale non parimenti assicurabile da forme di gestione "in monte" e con la perdita della "titolarità sostanziale" da parte del fondo<sup>463</sup>.

Nel secondo caso, la separazione assorbe aspetti che esulano dal piano gestionale. Il gestore risponde con tutto il suo patrimonio della garanzia prestata. Si tratta, sostanzialmente, di un diritto di prelazione<sup>464</sup>.

In entrambi i casi, tuttavia, valori e disponibilità conferiti in gestione costituiscono patrimonio separato e autonomo, devono essere contabilizzati a valori correnti e non possono essere distratti dal fine cui sono destinati, né essere oggetto di esecuzione da parte dei creditori del gestore ovvero essere coinvolti in procedure concorsuali relative al gestore.

In ultimo, rafforza l'autonomia e la separazione patrimoniale del fondo rispetto al gestore la previsione in base alla quale le risorse dei fondi pensione affidate in

---

<sup>462</sup> Per effetto di tali accordi si ritiene che sia consentito al soggetto gestore di assumere la titolarità formale (intestazione) dei valori non già la titolarità sostanziale (appartenenza) dei medesimi. COSTI R., *Il mercato mobiliare*, cit., 222; COSTI R., *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, 1996, 10 ss.; SALERNO M. E., *A piccoli passi verso il decollo della previdenza complementare*, cit., 267; ID, *Fondi pensione "negoziali": costituzione, gestione e vigilanza*, Milano, 2002, 142; VENTORUZZO M., *La disciplina regolamentare in materia di fondi pensione*, in *Riv. soc.*, 1997, 1201. In ogni caso appare pacifico in dottrina che il diritto di voto continui a spettare al fondo anche in caso di gestione con garanzia.

<sup>463</sup> Per queste e altre osservazioni sul tema, v. RIGHINI E., *La gestione "finanziaria" del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, cit., 303 s.

<sup>464</sup> VOLPE PUTZOLU G., *Fattispecie di "separazione patrimoniale" nell'attuale quadro normativo*, in M. Bianca (a cura di), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, Milano, 2007, 184.

gestione<sup>465</sup> devono essere depositate presso un depositario (eventualmente anche stabilito in un altro Stato membro), distinto dal gestore e in possesso dei requisiti *ex art.* 47, t.u.f. Al depositario è demandato il compito non solo di custodire e amministrare le risorse del fondo in appositi conti correnti o conti deposito, sebbene con facoltà di *sub*-depositare, ma anche di eseguire le istruzioni del gestore del patrimonio, sempre che non siano contrarie alla normativa primaria e secondaria ovvero allo statuto del fondo e, pertanto, di controllare la legittimità delle stesse e di riferire all'autorità di vigilanza sulle eventuali irregolarità riscontrate. Anche i rapporti tra depositario e fondo sono disciplinati da convenzione, stipulata all'esito della medesima procedura prevista per la stipula di quelle convenzioni di gestione, che la dottrina riconduce nel *genus* dei contratti di deposito bancari.

Quanto ai fondi pensione aperti, è rilevante la qualificazione data dalla normativa in termini di "patrimonio di destinazione, separato e autonomo" all'interno della stessa società promotrice mediante apposita deliberazione, con gli effetti di cui all'art. 2117, c.c. Le peculiarità gestionali dei fondi aperti procedono, a ben vedere, da una fondamentale caratteristica, ossia l'impossibilità di configurarli come un autonomo soggetto di diritto (accanto ai lavoratori, ai gestori finanziari e agli assicuratori delle rendite)<sup>466</sup>. In tal caso, infatti, nonostante l'impiego nel linguaggio normativo della valenza duplice del "fondo" quale strumento di attuazione della forma pensionistica e soggetto incaricato di realizzarla, non esiste l'ente-fondo pensione. Si tratta, piuttosto, di una massa di risorse vincolata al raggiungimento di uno scopo con effetto inclusivo nonché esclusivo rispetto alle ragioni creditorie, tipico dei patrimoni separati con vincolo di destinazione. A livello organizzativo, ciò implica che è lo stesso soggetto istitutore ad assumerne la gestione (con la sola possibilità di delega gestionale parziale), diversamente dai fondi chiusi ove si ravvisa separazione tra gestione delle adesioni al fondo stesso e gestione dei suoi investimenti. Conseguentemente, il contratto di adesione intercorre direttamente tra gestore e lavoratore/i, a seconda che si tratti di un'adesione individuale o collettiva, mentre la gestione ha ad oggetto l'intero patrimonio di destinazione e non i singoli conferimenti individuali. Si tratta, pertanto, di una gestione in monte ove, a ben vedere, la posizione degli aderenti è assimilabile a

---

<sup>465</sup> L'obbligo di deposito sussiste, invero, per i fondi che si avvalgono della gestione indiretta. L'obbligo non sussiste, ai sensi dell'art. 6, 5° co., per le forme pensionistiche a prestazione definita e per le eventuali prestazioni per invalidità e premorienza.

<sup>466</sup> Del resto, la costituzione del fondo aperto non richiede la previsione di organi di amministrazione e controllo *ad hoc* la cui nomina contrasterebbe con l'impossibilità di configurare il fondo come autonomo soggetto di diritto.

quella dei partecipanti al fondo comune di investimento in cui, considerata la medesima natura collettiva della gestione e della partecipazione, non è possibile l'individuazione delle singole componenti del patrimonio gestito e la rispettiva riferibilità a ciascun aderente, con conseguente impossibilità di configurare un diritto di proprietà sulla quota del fondo bensì solo di credito sul valore di essa. Anche in questa ipotesi, trova applicazione la disciplina sul depositario qualora, però, i fondi aperti siano collegati a forme pensionistiche complementari in regime di contribuzione definitiva ove, venendo il rilievo il profilo della gestione, è sentita l'esigenza di rafforzare il principio di separazione patrimoniale. Con riguardo agli effetti della separazione, bisogna innanzi tutto considerare che questi sono riferibili a quelli discendenti dall'art. 2117, c.c. Ciò comporta che, mentre per i patrimoni di destinazione disciplinati dal codice civile la separazione ha rilievo bifasico – in quanto i creditori societari non possono aggredire il patrimonio vincolato e quelli particolari non possono agire con azioni esecutive sul patrimonio della società – nei fondi aperti il vincolo alla realizzazione dello scopo ha un'efficacia unilaterale, con la conseguenza che se il fondo non è capiente, i relativi creditori possono agire sul patrimonio del soggetto costituente. Tuttavia, anche in questo caso, come nella disciplina codicistica sui patrimoni di destinazione, al fine di rendere la gestione del fondo trasparente e autonoma rispetto a quella del patrimonio del soggetto costituente e gestore, il vincolo di separazione patrimoniale comporterà la necessità di separare anche contabilmente le componenti del patrimonio del fondo rispetto al restante patrimonio della società promotrice e dei suoi clienti che, al pari dei rispettivi creditori, non potranno vantare alcuna pretesa né agire in via esecutiva sulla parte di patrimonio destinata a fini pensionistici. Al contrario, su tale patrimonio gli aderenti alle forme pensionistiche potranno far valere le proprie pretese<sup>467</sup>.

In conclusione, alla luce della disciplina rapidamente delineata, i fondi pensione costituiscono patrimoni separati oggetto di una gestione che non può essere ricondotta entro gli esatti termini delle gestioni a scopo di lucro, in quanto l'attività di risparmio e gestione finanziaria è diretta a perseguire fini di natura previdenziale secondo una logica che, in diversi casi, salvaguarda l'interesse collettivo a discapito di quello individuale e in ogni caso, nel soddisfare l'utilità individuale, risponde anche a una funzione sociale, seppure a livello integrativo. A tal fine, la *funzione* della separazione patrimoniale risente di questo diverso apparato di fini e il fatto che i beni del fondo e il

---

<sup>467</sup> Cfr. RUSSO C., *I fondi pensione aperti*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, a cura di Paoloefisio Corrias e Gabriele Racugno, Milano, 2010, 105 ss.

patrimonio del gestore non si confondano attribuisce valenza operativa al richiamo della categoria patrimonio separato fornendo, al tempo stesso, tutela per i lavoratori aderenti.

#### **5.4 Gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica.**

La disciplina sui servizi di pagamento è stata completamente riscritta a opera del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, di recepimento della direttiva 2007/64/CE<sup>468</sup>, che ha introdotto la categoria degli istituti di pagamento. Il *proprium* dell'operatività degli istituti di pagamento, per cui è richiesta una specifica autorizzazione nonché il rispetto, tra l'altro, di requisiti organizzativi e patrimoniali, è costituito dalla prestazione di servizi di pagamento<sup>469</sup> oltre all'esercizio di (poche) altre attività accessorie fra cui anche la concessione di credito, purchè in stretta correlazione con i servizi di pagamento prestati<sup>470</sup>.

Anche in questo particolare settore il legislatore si è premurato di prevedere il principio della separazione patrimoniale che, oltre a costituire una regola generale espressa dall'art. 22 dell'attuale t.u.f., è riscontrabile, in generale, nel settore finanziario ogniqualevolta si presenti una scissione tra titolarità effettiva di un dato patrimonio e sua intestazione formale; in altri termini, in tutti i casi in cui un intermediario finanziario detenga o disponga di somme di denaro (fungibili) o strumenti finanziari appartenenti ai propri clienti.

A ben vedere, con riferimento agli istituti di pagamento che detengono somme di denaro della clientela, il legislatore ha inteso realizzare una forma di separazione

---

<sup>468</sup> La direttiva europea sui servizi di pagamento (Direttiva 2007/64/Ce), anche nota come *Psd - Payment services directive*, definisce un quadro giuridico comunitario moderno e coerente per i servizi di pagamento elettronici. Più in dettaglio, la Psd risponde ai seguenti obiettivi: regolamentare l'accesso al mercato per favorire la concorrenza nella prestazione dei servizi; garantire maggiore tutela degli utenti e maggiore trasparenza; standardizzare i diritti e gli obblighi nella prestazione e nell'utilizzo dei servizi di pagamento per porre le basi giuridiche per la realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (Sepa); stimolare l'utilizzo di strumenti elettronici e innovativi di pagamento per ridurre il costo di inefficienti strumenti quali quelli cartacei e il contante. La Psd è stata recepita nell'ordinamento nazionale con il D.lgs n.11 del 27 gennaio 2010, entrato in vigore il 1° marzo 2010.

<sup>469</sup> I servizi di pagamento sono definiti agli artt. 1, comma 1, lett. b), e 2, comma 2, del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11. Ai sensi dell'art. 114-*sexies*, t.u.b., "1. La prestazione di servizi di pagamento è riservata alle banche, agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento. Possono prestare servizi di pagamento, nel rispetto delle disposizioni ad essi applicabili, la Banca centrale europea, le banche centrali comunitarie, lo Stato italiano e gli altri Stati comunitari, le pubbliche amministrazioni statali, regionali e locali, nonché Poste Italiane".

<sup>470</sup> Sulla disciplina di tali istituti, v. *amplius*, SANTORO V., *Gli istituti di pagamento*, in Rispoli Farina - V. Santoro - Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011, 7 ss.; ID., *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, I.

patrimoniale assolutamente analoga a quella prevista dall'art. 22, t.u.f., in relazione alla prestazione di servizi di investimento.

Preliminarmente, va evidenziato come alla luce delle “nuove” disposizioni, le prescrizioni sull'organizzazione interna degli istituti di pagamento sono graduate a seconda del tipo di operatività, sempre nell'ottica della tutela dell'utilizzatore.

In primo luogo, sono previsti istituti di pagamento “puri”, *ex art. 114-duodecies*, t.u.b., che svolgono esclusivamente servizi di pagamento. In questo caso, proprio in considerazione dell'esclusività dell'attività svolta, la norma dispone che «le somme di denaro detenute nei conti di pagamento costituiscono, per ciascun cliente, patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'istituto di pagamento e degli altri clienti dello stesso» stabilendo, così, la separazione patrimoniale del denaro ricevuto dai clienti rispetto al patrimonio dell'intermediario e dell'eventuale terzo soggetto presso il quale possono essere depositate le somme; tale denaro è vincolato all'unico fine della prestazione del servizio. Non sono a tal fine ammesse azioni dei rispettivi creditori, né possono operare la compensazione legale, giudiziale o convenzionale rispetto ai crediti del depositario verso l'istituto di pagamento. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse, infine, nel limite di quanto registrato sui conti di pagamento. La previsione della “sola” separazione patrimoniale e della conseguente sottrazione delle somme segregate alle azioni dei creditori diversi da quelli del titolare del conto di pagamento, rappresenta, nelle intenzioni del legislatore, una forma di tutela sufficiente per gli investitori<sup>471</sup>. A tal fine, si prevede, altresì, che gli istituti di pagamento debbano provvedere a un'evidenza contabile separata e distinta, costantemente aggiornata, con riferimento a ciascun cliente, tale da consentire la ricostruzione della singola operazione di pagamento a questi riferibile e rilevabile nella sua individualità<sup>472</sup>. In definitiva, con il rispetto dei presidi organizzativi e contabili, si vuole evitare che vi sia confusione con le somme di pertinenza di altri utenti e, ancor di più, dell'istituto di pagamento in liquidazione. In quest'ultimo caso, infatti, i commissari liquidatori dovranno restituire le somme di denaro agli utenti, in quanto le stesse sono contabilmente individuate e riconoscibili quali di pertinenza di ciascun cliente. Ciò premesso, non si può non evidenziare come l'obiettivo di tutelare i clienti perseguito dalla siffatta disciplina possa essere conseguito a prescindere da qualsivoglia considerazione circa la posizione degli

---

<sup>471</sup> Per una più completa analisi dell'attività bancaria comprensiva del c.d. servizi accessori e/o parabancari si rinvia a VELLA F., *L'esercizio del credito*, Milano, 1990, 47 ss.

<sup>472</sup> Più ampiamente, cfr. SANTORO V., sub *art. 114-duodecies*, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010.

utenti, essendo irrilevante che questi ne siano possessori, detentori o proprietari.

In secondo luogo, il legislatore disciplina, all'art. 114-*terdecies*, t.u.b., gli istituti di pagamento "ibridi", che, al contrario di quelli "puri" possono svolgere anche altre attività imprenditoriali<sup>473</sup>. In questo caso, l'obbligo di segregazione assume connotati più rigorosi proprio perché l'istituto, non svolgendo i servizi in modo esclusivo, può essere autorizzato a esercitare un'attività commerciale del tutto estranea alla prestazione di servizi di pagamento<sup>474</sup>. La possibilità riconosciuta a tali istituti di svolgere attività diverse dai servizi pone, in primo luogo, l'esigenza di definire il loro regime di vigilanza, al fine di circoscrivere il controllo alla sola attività di prestazione dei servizi di pagamento e di rendere il patrimonio dell'istituto individuabile rispetto al patrimonio della società commerciale gemmante, al fine di evitare che lo svolgimento di diverse attività possa costituire uno strumento per eludere la disciplina primaria e secondaria in tema di requisiti patrimoniali e di vigilanza. A questa esigenza se ne pone un'altra, di non minor rilievo, di assicurare che il patrimonio, in presenza di un'unica persona giuridica che svolge una pluralità di attività, sia impiegato solo per coprire i rischi derivanti dall'esercizio di quegli stessi servizi e non di altre attività.

Ciò considerato, la soluzione ottimale individuata dal legislatore è stata quella di richiedere a tali istituti, oltre al regime di separazione patrimoniale, la costituzione di un "patrimonio destinato" per lo svolgimento (dello specifico affare) della prestazione dei servizi di pagamento e per le relative attività accessorie e strumentali soddisfacendo, in tal modo, le regole di "non confusione" e di "isolamento" dei fondi degli utenti.

In tal caso, l'impiego del termine "patrimonio destinato" evoca, all'evidenza, lo schema codicistico previsto per le società dagli artt. 2447-*bis* s.s., c.c. con qualche variante, tuttavia, considerando che in quel caso si tratta di patrimonio "statico".

Infatti, per adeguare le caratteristiche del patrimonio destinato alle specifiche esigenze derivanti dalla natura delle attività svolte, vengono compiutamente disciplinate le modalità di costituzione del patrimonio con l'individuazione, peraltro, delle disposizioni del codice civile e del regime concorsuale applicabili nonché dei poteri di intervento della Banca d'Italia in caso di insolvenza. Sul punto, sono sorti dubbi sulla "natura" del patrimonio destinato previsto dall'art. 114-*terdecies*, t.u.b., ossia se esso

---

<sup>473</sup> Si pensi, a titolo esemplificativo, a operatori di telefonia, internet *providers*, la c.d. grande distribuzione.

<sup>474</sup> V. PAPA E., sub *articolo 33. Articolo 114-terdecies tub. Patrimonio destinato*, in Rispoli Farina - V. Santoro - Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011, 479 ss.

sia *species* del *genus* “patrimoni destinati ad uno specifico affare” di diritto societario (art. 2447-bis ss. c.c.), ovvero se possa configurare, nel nostro ordinamento, una fattispecie di segregazione patrimoniale nuova e del tutto autonoma, derogatoria del solo principio generale della garanzia patrimoniale di cui all’art. 2740 c.c.<sup>475</sup>. In ogni caso, non si può non considerare come, diversamente dalla segregazione patrimoniale del patrimonio destinato di diritto societario, in cui si ravvisa una separazione “condizionata” – in quanto ha effetto solo se sugli atti di disposizione a valere sul patrimonio destinato sia stata fatta menzione del vincolo – “bilaterale” nonché “derogabile” – poiché la legge riconosce alle società la possibilità, mediante previsione espressa nella deliberazione di destinazione, di rendere i crediti nascenti dall’esercizio dello specifico affare azionabili anche nei confronti del patrimonio residuo della società –, la separazione prevista per gli istituti di pagamento “ibridi” è stata strutturata dal legislatore in modo parzialmente difforme.

Innanzitutto, si rileva una forma “unilaterale” della separazione *de qua*, al fine, evidentemente, di garantire agli utenti dei servizi di pagamento una tutela particolarmente rafforzata. Infatti, la separazione opera a vantaggio dei solo utenti di tali servizi e delle attività accessorie e strumentali<sup>476</sup>, quali creditori particolari unici del patrimonio destinato e il patrimonio è blindato da azioni esecutive di tutti gli altri creditori, della società o di altri patrimoni destinati da questa costituiti. In tali casi, in deroga al principio generale della responsabilità patrimoniale, previsto dall’art. 2740 c.c., l’insieme dei beni di cui dispone l’intermediario, non costituendo oggetto di garanzia nei confronti dei propri creditori, è soggetto ad un regime di c.d. “doppia separazione”: non soltanto rispetto al patrimonio dell’intermediario ma anche in relazione a quello di eventuali altri clienti. Ne deriva, invece, nell’ottica del fine di tutela perseguito, che in caso di incapacienza del patrimonio destinato all’attività riservata a soddisfare i propri creditori esclusivi, questi ultimi possono aggredire anche il patrimonio sociale residuo, in concorrenza con i creditori generali, sancendo, a ben vedere, il principio della responsabilità sussidiaria della società gemmante. Rispetto a tale struttura “unilaterale” della separazione, non ha spazio la valutazione di “asimmetria” riscontrata invece nel modello di separazione “bilaterale” dei patrimoni

---

<sup>475</sup> Nel primo senso cfr. SANTORO V., sub *art. 114-terdecies*, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010, 934; nel secondo PAPA E., sub *articolo 33. Articolo 114-terdecies tub*, cit., 480 ss.

<sup>476</sup> Per queste ritenendosi di dover intendere solo attività di natura finanziaria.

destinati di diritto societario. Infatti, alla unilateralità del vincolo ora descritta corrisponde l'unilateralità del criterio di ripartizione della responsabilità rispetto ai creditori c.d. involontari. A tali conclusioni porta il principio di esclusività della destinazione patrimoniale nel caso del patrimonio dell' "ibrido" di pagamento a solo favore degli utenti dei servizi di pagamento e di quanti vantano diritti rinvenienti dalle attività accessorie e strumentali e, dunque, dei soli portatori di crediti di fonte contrattuale. Inoltre, diversamente dalla segregazione patrimoniale di diritto societario, quella dell' "ibrido" non è "condizionata", poichè il vincolo di destinazione è predeterminato *ex lege* e non richiede, di volta in volta, un atto volontario della società di espressa menzione della sua esistenza, né è "derogabile" per la medesima ragione. Sul punto, tuttavia, è da rilevare che anche per gli "ibridi" l'art. 114-*terdecies*, comma 1 e 2, t.u.b., richiede una deliberazione contenente l'esatta descrizione dei beni e dei rapporti giuridici destinati e delle modalità con le quali è possibile disporre, integrare e sostituire elementi del patrimonio destinato. La deliberazione è depositata e iscritta (a norma dell'art. 2436, c.c.) e si applica, a tal fine, l'art. 2447-*quater*, co. 2°, c.c.

Ciò premesso, pare allora di dover concludere che la separazione patrimoniale costruita dal legislatore per gli istituti di pagamento "ibridi" non possa ricondursi al *genus* dei patrimoni destinati di diritto societario, anche per la natura strutturalmente diversa della segregazione e della disciplina della responsabilità nelle due fattispecie<sup>477</sup>.

Nei richiamati casi di separazione patrimoniale, peraltro, la soluzione tecnica adottata per garantire la tutela degli investitori e, più in generale, dei clienti, si sostanzia nel riconoscere *ex lege* la sostanziale altrui titolarità di determinati beni, che risultano "ospitati" nell'unitario patrimonio dell'intermediario, in funzione gestoria e strumentale alla prestazione di specifici servizi; mentre, non rientra nello scopo di una simile misura l'obiettivo – tipico dei patrimoni destinati – di destinare i beni dei clienti ad una specifica finalità, separandoli in un ulteriore complesso patrimoniale.

La *ratio*, all'evidenza, della prescrizione di un patrimonio destinato in aggiunta alla previsione del principio di separazione patrimoniale, è di rafforzare la tutela nei confronti degli investitori/utenti già apprestata, peraltro, mediante il disposto dell'art. 114-*duodecies*, anche in considerazione del fatto che, non ricorrendo la fattispecie del deposito dei fondi, l'utilizzatore non può fare affidamento sul sistema di garanzia previsti dagli artt. 96 ss., t.u.b.

Ma non solo. L'obiettivo perseguito è anche (ed essenzialmente) quello di evitare che

---

<sup>477</sup> PAPA E., sub *articolo 33. Articolo 114-terdecies tub*, cit., 484.



l'esercizio di attività imprenditoriali da parte degli istituti di pagamento c.d. "ibridi" possa pregiudicare il buon funzionamento dell'intermediario e, di riflesso, la fiducia nei sistemi di pagamento. In tali casi, la preoccupazione alla base della scelta normativa è quella di isolare le eventuali crisi, inerenti all'attività commerciale diversa dai servizi di pagamento, preservando la credibilità che deve circondare il sistema dei pagamenti. La disciplina di cui all'art. 114-*terdecies* tende, allora, a definire specifici presidi organizzativi finalizzati a garantire la stabilità del sistema nelle ipotesi in cui l'accesso alla prestazione dei servizi di pagamento non sia riservato a "soggetti istituzionali". Analoga esigenza di tutela, a ben vedere, non avrebbe ragion d'essere nel caso del patrimonio separato "fondo comune di investimento", essendo la società di gestione un soggetto vigilato, sottoposto a specifici obblighi di tipo patrimoniale.

Nell'universo dei servizi di pagamento, si evidenzia una ulteriore (e più risalente) categoria di intermediari, gli istituti di moneta elettronica (IMEL)<sup>478</sup>, introdotta per effetto di una direttiva comunitaria e recentemente oggetto di una seconda direttiva, la 2009/110/CE, il cui recepimento ha condotto a una convergenza disciplinare tra Istituti di pagamento (IP) e IMEL, che rende oggi coerenti le rispettive norme. Tali istituti, infatti, nonostante alcuni tratti distintivi, sono fondamentalmente equiparati a quelli di pagamento da cui mutuano, salve eccezioni, parte della disciplina, tant'è che, al pari questi ultimi, è loro consentito concedere credito in modo funzionale all'esecuzione di operazioni di pagamento<sup>479</sup>. Ai fini della presente indagine, merita una segnalazione il ricorso, anche per questi istituti, al principio della separazione patrimoniale e della destinazione. Infatti, per la prestazione dei servizi di pagamento da parte degli istituti di moneta elettronica "puri", la normativa rinvia alla disciplina di cui all'art. 114-*duodecies*, t.u.b. ossia alla *mera* separazione. Diversamente, per gli IMEL che svolgono anche attività imprenditoriali estranee all'emissione della moneta elettronica e dalla prestazione dei servizi di pagamento (c.d. "ibridi"), è previsto – simmetricamente agli

---

<sup>478</sup> SANTORO V., *Gli istituti di pagamento*, cit., 61. Con specifico riferimento agli IMEL, cfr. GIMIGLIANO G., sub artt. 114- bis/114/quinquies, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010, 896 ss. Si v., altresì, TROIANO V., *Primi appunti in tema di regolamentazione nazionale degli Istituti di Moneta Elettronica*, in Spena, Gimigliano (a cura di), *Gli Istituti di Moneta Elettronica*, Milano, 2005, 67; TROIANO O., *Disciplina uniforme dei servizi di pagamento: aspetti critici e prospettive ricostruttive*, in Rispoli Farina, Santoro, Sciarrone Alibrandi, Troiano O. (a cura di), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Milano, 2010, 13 ss.; GUERRIERI G., *La moneta elettronica: profili di diritto privato*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2013, 4, 780 ss.

<sup>479</sup> MECATTI I., sub art. 114-sexies, in Mancini - Rispoli Farina - V. Santoro - Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011, 404 ss.

istituti di pagamento – l’obbligo di costituzione di un patrimonio destinato unico per l’emissione di moneta elettronica, la prestazione dei servizi di pagamento e per le relative attività accessorie e strumentali<sup>480</sup>.

In realtà, la disciplina prevista per gli IMEL è una sostanziale ripetizione del medesimo principio previsto con riguardo all’omologo patrimonio destinato degli istituti di pagamento ibridi anche per quanto riguarda l’attività di emissione di moneta elettronica, da cui, evidentemente, mutua la *ratio* e i rischi che si vogliono presidiare. Tuttavia, si precisa che il patrimonio destinato, in questo caso, è assimilabile solo indirettamente all’istituto previsto in materia societaria, dovendosi applicare tali disposizioni in virtù del richiamo alla disciplina dettata per gli istituti di pagamento, soltanto se espressamente richiamate.

### **5.5. I conti separati previsti per i premi pagati all’intermediario assicurativo**

Nel Codice delle Assicurazioni private (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209) ha trovato compiuta esplicazione la direttiva comunitaria 2002/92/CE sull’intermediazione assicurativa<sup>481</sup>. Tra le novità introdotte, si segnala, tra l’altro, la disciplina, di cui agli artt. 117 ss., inerente alle regole comportamentali cui devono attenersi gli operatori del settore che, nelle more d’attuazione della direttiva, furono dapprima disciplinati dalla Circolare dell’ISVAP<sup>482</sup> n. 533/D del 4 giugno 2004, in materia di distribuzione di polizze di assicurazione, incasso dei premi e pubblicità dei prodotti assicurativi. In quest’ambito, si colloca la disposizione prevista dal legislatore (delegato) in funzione dell’obbligazione di garanzia dell’assicuratore<sup>483</sup> congegnata sul meccanismo della separazione patrimoniale analogo, a ben vedere, a quello concepito in materia di intermediazione finanziaria a tutela dei risparmiatori (art. 22, t.u.f.). Dunque, la separazione patrimoniale informa, oggi, anche l’intermediazione assicurativa del Titolo IX del d. lgs. n. 209 del 2005, oltre quella in materia finanziaria.

Tuttavia, la funzione della separazione in questo specifico settore è asservita alla tutela

---

<sup>480</sup> LENER R., *Profili generali della raccolta bancaria del risparmio*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I, 353.

<sup>481</sup> DE STROBEL V., *L’assicurazione di responsabilità civile*, Milano, 2004, 143.

<sup>482</sup> Oggi IVASS. Sulla vigilanza dell’ISVAP, si v., in generale, TUCCI A., *Commento agli artt. 201, 205, 207*, in *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Capriglione, con la collaborazione di Alpa e Antonucci, Padova, 2007.

<sup>483</sup> Sulla struttura dell’obbligazione di garanzia, da ultimo PARTISANI R., *L’obbligazione di garanzia*, in Franzoni (a cura di), *Le obbligazioni*, I, 2, Torino, 2004, 1421 ss.

del credito indennitario, tanto nel ramo danni, quanto nel ramo vita. Infatti, a norma dell'art. 117, d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, i premi pagati all'intermediario e le somme destinate ai risarcimenti o ai pagamenti dovuti dalle imprese di assicurazione costituiranno un patrimonio «autonomo» rispetto a quello dell'intermediario medesimo, e dovranno perciò essere versati in apposito conto separato, del quale potrà essere titolare anche l'intermediario ma solo espressamente in tale qualità.

Si deve fin da subito evidenziare che, a fronte dell'impiego del concetto di “autonomia” che accompagna e qualifica il patrimonio nel testo della norma di cui all'art. 117, cod. assic., quest'ultima è rubricata, al contrario, “Separazione patrimoniale”. Tale discrasia confermerebbe l'uso talvolta promiscuo da parte del legislatore di espressioni che, secondo un orientamento critico, andrebbero invero tenute distinte<sup>484</sup>, in quanto il patrimonio separato, pur partecipando dei medesimi attributi di indisponibilità ed impignorabilità, è altro dal patrimonio autonomo, per l'assenza del diaframma dell'alterità soggettiva dei beni destinati allo scopo<sup>485</sup>.

In ogni caso, ritenendo la questione emarginabile sul piano (meramente) terminologico, opera evidentemente il principio – antitetico al dogma d'universalità del patrimonio teorizzato dai giuristi d'oltralpe<sup>486</sup> – della separazione patrimoniale che sortisce i suoi effetti “tipici” sul “conto separato” tenuto dall'intermediario. In tal modo, i premi incassati e le somme destinate ai risarcimenti sono versate dall'intermediario in un conto separato, sul quale sono ammesse soltanto azioni, sequestri o pignoramenti degli assicurati o di altre compagnie creditrici ovvero dei loro creditori o aventi causa, ma nei limiti di quanto spettante al singolo assicurato o impresa assicuratrice, sul quale non opereranno le compensazioni legali e giudiziali, né potrà esser pattuita la

---

<sup>484</sup> Il medesimo rilievo critico può muoversi al legislatore del 1993 che, nel disciplinare i fondi pensione, per descrivere lo stesso fenomeno giuridico (di separazione patrimoniale) impiegò, tra l'altro con norma di lì a poco abrogata, l'onnicomprensiva (e discutibile) espressione di «patrimonio di destinazione, separato ed autonomo» (cfr. 2° comma dell'art. 4, d. lgs. 21.4.1993, n. 124, abrogato dall'art. 5, l. 8.8.1995, n. 335: «I fondi pensione possono essere costituiti altresì nell'ambito del patrimonio di una singola società o di un singolo ente pubblico anche economico attraverso la formazione con apposita deliberazione di un patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, nell'ambito del patrimonio della medesima società od ente, con gli effetti di cui all'art. 2117 c.c.»). Sulle stesse imprecisioni terminologiche, v. BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit., 19.

<sup>485</sup> In generale, sul tema dei patrimoni separati, PARTISANI R., *I patrimoni separati: l'inopponibilità del vincolo di destinazione alle obbligazioni da fatto illecito*, in *Resp. civ.*, 2005, 42 ss.; ID., *Trust interno e responsabilità civile del disponente*, ivi, 2005, 543 ss.

<sup>486</sup> AUBRY e RAU, *Cours de droit civil français*, Paris, 1917, cit., 337 ss., per i quali «l'idée du patrimoine se déduit directement de celle de la personnalité», così da intendere il patrimonio come «*émanation de la personnalité et l'expression de la puissance juridique dont une personne se trouve investie comme telle*».

compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario nei confronti dell'intermediario. La separazione patrimoniale assolve, in tal caso, la peculiare funzione di preservare, tramite l'infungibilità *ope legis*<sup>487</sup>, la suddivisione di masse patrimoniali che, in quanto ontologicamente fungibili, potrebbero altrimenti confondersi<sup>488</sup>, con conseguente conversione del diritto dominicale del gerito nel credito chirografario alla restituzione del *tantundem*<sup>489</sup>.

In questo senso, la commistione di patrimoni è preclusa dall'infungibilità legale dei premi assicurativi<sup>490</sup> che, per la loro devoluzione allo scopo indennitario, sono perciò sottratti all'azione esecutiva dei creditori dell'intermediario insolvente, così da riservare alla medesima compagnia d'assicurazioni un dispositivo di tutela (non dissimile dall'opposizione di terzo dell'art. 619, c.p.c.). In conclusione, così come nella gestione

---

<sup>487</sup> Dalla integrazione sistematica col diritto dei patrimoni separati, dunque, discende che all'infungibilità connaturata all'intrinseca natura del bene e a quella promanante dalla autonomia privata debba aggiungersi, all'evidenza, quella di fonte legislativa. Sul tema della fungibilità/infungibilità soggettiva, PARTISANI R., *Fungibilità e infungibilità nelle diverse specie di obbligazioni*, in Franzoni (a cura di), *Le obbligazioni*, I, 2, Torino, 2004, 1501 ss., in cui, dato atto della progressiva trasposizione del concetto di fungibilità dagli statuti proprietari, dove assurse a criterio di classificazione dei beni (giusto l'aforisma *res quae pondere, numero, mensura consistunt*), al diritto delle obbligazioni e dei contratti, s'è rilevato come nella compravendita immobiliare di genere limitato la singola porzione d'immobile possa dai contraenti esser concepita come bene fungibile. Nel senso che l'autonomia privata non potrebbe, di contro, considerare fungibili beni socialmente infungibili, BIONDI B., *Cosa fungibile e non fungibile*, in *Noviss. Dig. it.*, IV, Torino, 1964, 1020.

<sup>488</sup> Esplicativa, al riguardo, l'ordinanza del Trib. Milano, 29 settembre 1993, in *Giust. civ.*, 1994, I, 2634, ove fu ravvisata una irregolarità tanto grave da legittimarne la revoca, nella condotta dell'amministratore che, depositando i versamenti delle quote condominiali e dei fondi di riserva sul suo conto personale e non su un conto separato intestato al condominio, provocò una confusione di patrimoni che privò i condomini d'ogni controllo sulla corretta gestione dei beni e servizi comuni e, nondimeno, sulla effettiva destinazione allo scopo dei fondi accantonati per altri fini. Sulla stessa linea, si v. Cass., 21 maggio 1999, n. 4943, in *Giust. civ.*, 1999, I, 2635, ove l'effetto segregativo è correlato proprio alla preclusione del concorso dei creditori del mandatario: «Il mandato conferito dai fiducianti ad una società fiduciaria per investire nell'esclusivo loro interesse il denaro ad essa affidato, pur essendo rimessa alla discrezionalità professionale della società la opzione tra le diverse ipotesi di investimento considerate nel mandato stesso, è diretto e idoneo a dar luogo a patrimoni separati da quello della società fiduciaria, intangibili dai creditori della stessa, con la conseguenza che la *mala gestio* dei beni dei fiducianti non comporta lesione alla integrità del patrimonio sociale».

<sup>489</sup> Cfr. Cass., 16 maggio 1990, n. 4262, in *Dir. fall.*, 1990, II, 1398, che ha considerato la rivendica *ex art* 1706 c.c. e art. 103, r.d. 16.3.1942, n. 267 quale azione connaturata proprio al diritto di proprietà, argomentando che «il bene, in conseguenza, non solo deve esistere nella sua materialità, ma deve essere anche ben determinato ed individuato, posto che in assenza di tali requisiti, vengono meno sia la possibilità di affermare il diritto di proprietà da parte del rivendicante con riguardo ad una cosa dotata di caratteri idonei a distinguerla in concreto, sia la specificazione dell'oggetto della domanda», per poi concludere che «non possono formare oggetto di rivendica le cose mobili prive del carattere di infungibilità, le quali, per tale ragione, passano in proprietà del mandatario o del fallito, con connesso obbligo di trasferire l'equivalente».

<sup>490</sup> Si evidenzia che, per l'art. 118, d.lgs. 20 luglio 2005, n. 209, il pagamento eseguito in buona fede all'intermediario o ai suoi collaboratori si considera effettuato direttamente all'impresa di assicurazione.

di portafogli d'investimento e, più in generale, nell'ambito dei servizi e delle attività di investimento<sup>491</sup>, ove la separazione ha, fra l'altro, la funzione di evitare la commistione tra i valori dei clienti e il patrimonio del gestore e, al contempo, tra i valori dei singoli risparmiatori<sup>492</sup>, anche nell'intermediazione assicurativa la separazione rappresenta il diaframma opposto alla confusione che, mediante l'*infungibilità*, è capace di sottrarre le liquidità dell'impresa d'assicurazioni – seppur depositate su conto ad altri intestato – alla garanzia generica (art. 2740 c.c.) dei creditori concorrenti dell'intermediario insolvente.

Infine, si osserva come la figura di patrimonio separato prevista in materia assicurativa sia decisamente collegata alla destinazione della funzione assicurativa. Corroborando l'opinione per cui, talvolta, il legislatore fa uso indifferenziato dei termini patrimonio “separato”, “autonomo”, “segregato”, si evidenzia, altresì, che la “destinazione”, intesa in senso “atecnico”, assume centralità nell'ambito del fenomeno della separazione patrimoniale rimanendo indifferente, a volte, agli schemi strutturali e procedurali attraverso cui la separazione viene congegnata. Non si può negare, infatti, che l'interesse sotteso a *qualsiasi* “tipo” di separazione e di frammentazione del patrimonio sia proprio l'imposizione a un patrimonio di una certa finalità rinvenibile, nel caso in esame, nella funzione assicurativa<sup>493</sup>.

## 6. Brevi rilievi conclusivi

<sup>491</sup> App. Bologna, 14.1.2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, 505, dov'è affermato che la natura fungibile degli strumenti finanziari e del danaro oggetto dei servizi di investimento non costituisce limite all'azione di rivendicazione dei clienti della s.i.m. in liquidazione; nonché Trib. Torino, 8 febbraio 1994, in *Giur. comm.*, 1995, II, 418, dove si decise che, nel fallimento di una società d'intermediazione mobiliare, il curatore avrebbe dovuto formare due masse passive distinte, allo scopo di evitare il concorso tra i creditori della s.i.m. e i clienti della stessa. Ma già prima, si v. Cass., 14 ottobre 1997, n. 10031, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, II, 141.

<sup>492</sup> Sul regime di «doppia separazione», v. Trib. Milano, 17 giugno 2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, 551, per cui «I proprietari di titoli e strumenti finanziari che beneficiano del regime ordinario della c.d. “doppia separazione” hanno diritto all'immediata ed integrale restituzione dei beni oggetto del proprio diritto. Di conseguenza, i beni costituenti patrimonio separato non devono essere assoggettati a falcidia concorsuale in caso di liquidazione coatta amministrativa della S.i.m.». Sul tema, INZITARI B., *Effetti della liquidazione coatta amministrativa sui rapporti in corso*, in *Fall.*, 2011, 1208 ss.

<sup>493</sup> Per queste (e altre considerazioni), v. BIANCA M., *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, (a cura di) Giuseppe Vettori, Padova, 2008, 24.

Alla luce delle considerazioni esposte, è innegabile come il *fenomeno* della separazione patrimoniale abbia acquistato un ruolo importante nell'ambito del "diritto degli affari". Ciò che appare più evidente è come il concetto di patrimonio, in parte disancorato dal piano della soggettività e della titolarità, non possa essere più concepito come complesso unitario di beni o diritti imputabili a un medesimo soggetto bensì come insieme di risorse oggetto di una particolare forma di investimento e destinate a una funzione, nonché caratterizzate da una certa tipologia di rischio.

In questa prospettiva, non si può sottacere come la separazione rappresenta uno strumento importante sul piano *dinamico* della gestione, della produzione e, infine, della circolazione della ricchezza. Infatti, in tutte le (seppur) diverse fattispecie caratterizzate dalla separazione patrimoniale, ove pure la separazione nonché la destinazione non ha (sempre e necessariamente) una funzione identica, la proprietà, in quanto oggetto di investimento, trova nella separazione patrimoniale lo strumento attraverso il quale l'assunzione del rischio da parte del soggetto investitore o finanziatore può trovare una corretta remunerazione nel mercato, dove le diverse posizioni di rischio sono in tal modo distinte. Fedeli alla logica sottesa ai fenomeni di gestione dinamica, che tendono alla circolazione produttiva delle risorse più che alla loro mera amministrazione o conservazione, "separare patrimoni" significa "separare sfere di rischio" più che sfere di appartenenza<sup>494</sup>. Alla luce delle peculiarità delle fattispecie illustrate, è possibile concludere che, in ogni caso, l'obiettivo perseguito è la funzionalizzazione dei beni, visti in modo *dinamico* in rapporto alla loro redditività ai fini dello svolgimento di una determinata attività economica e non nel prisma *statico* dell'appartenenza. In questo senso, l'interesse sotteso a qualsiasi "tipo" di separazione è l'imposizione a un patrimonio di una certa finalità rinvenibile, di volta in volta, nella funzione collegata all'attività che il soggetto deve (istituzionalmente o privatamente) svolgere.

La *funzione*, in definitiva, rappresenta il *leitmotiv* della separazione, in quanto il patrimonio è posto "in relazione" all'attività economica e non al soggetto<sup>495</sup>. In tutti i fenomeni in cui la gestione è dinamica e risulta prevalente il profilo dell'investimento, gli effetti della separazione patrimoniale operano, a ben vedere, non solo in funzione di tutela della destinazione del bene ma anche come tecnica per assicurare l'efficacia della

---

<sup>494</sup> FERRO -LUZZI, P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, 121 ss.; DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario del cod. civ.* Scialoja e Branca, a cura di F. Galgano, IV, Obbligazioni (art. 1173-1176), Bologna, 1988, 101 ss.

<sup>495</sup> FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008, 20 ss.

gestione, da cui, invero, la realizzazione degli interessi dell'investitore/finanziatore/utente dipende <sup>496</sup>.

In sintesi, l'individuazione di un certo fine importa che i beni destinati a quel fine costituiscano una massa separata rispetto al patrimonio complessivo del soggetto considerato. Così, anche con riguardo ai fondi comuni di investimento, "ricostruiti" e interpretati alla stregua di fenomeno di "investimento" che coinvolge una pluralità di soggetti a cui fanno capo interessi diversi, la disciplina sulla separazione assolve la fondamentale funzione di tutela del cliente stesso, che presuppone avvenuta la "destinazione" intesa, quindi, non come imposizione di un vincolo di scopo a una determinata massa patrimoniale, bensì come vincolo per il gestore, caratterizzato in senso fiduciario – data la struttura della relazione – e in termini di impiego di una parte del patrimonio dell'investitore, considerato nel suo valore strumentale allo svolgimento di un'attività di gestione, per lo specifico fine dell'investimento del risparmio.

In questa "ricostruzione" del sistema, non "viziata" alla base dal ricorso – forzatamente – necessario a schemi e istituti "tradizionali", la (tormentata) qualificazione giuridica del fondo non può, in conclusione, trascurare le peculiarità del "fenomeno fondi". Ne deriva che il fondo, non dotato di personalità giuridica bensì di autonomia patrimoniale, è un tipo di "patrimonio separato" sul quale, a ben vedere, non "pesano" diritti riducibili allo schema tipizzante della proprietà e in cui la separazione e l'autonomia, riconosciuta *expressis verbis* dal legislatore, assolve una particolare funzione economica e sociale sulla massa patrimoniale. Stante l'attuale normativa, una impostazione che considera il fondo alla stregua di un "oggetto" di diritto ha il pregio di riuscire a interpretare la sostanza della volontà legislativa della normativa speciale (primaria e secondaria) e della realtà operativa dei fondi, senza cercare di estendere oltremodo gli istituti del diritto commerciale (e del diritto civile).

## BIBLIOGRAFIA

---

<sup>496</sup> V. FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. delle società*, 2012, 755.

AA. VV., *Codice del consumo e norme collegate*, Cuffaro V. (a cura di), Milano, 2008.

AA. VV., *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, Sandulli e Santoro, (a cura di), Torino, 2003.

AA.VV., *La diffusione della ricchezza mobiliare: investment trust e azionariato popolare*, Milano 1963.

ALCARO F., *Mandato e fiducia*, in *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, 2007.

ALPA G., *I principi generali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da G. Iudica e P. Zatti, Milano, 1993.

ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008.

ANGELICI C., *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di «coloro che hanno agito»*, Milano, 1998.

ANGELONI C., *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1938, I.

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, Capriglione (a cura di), I, Padova, 2010.

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010.

ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.- Leggi complem.*, Alpa G. - C. Zatti (a cura di), Padova, 1999.

ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I.

ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I.

AUBRY C. e RAU C., *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, Paris, 1917.



BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012.

BARBERO D., *Sistema istituzionale di diritto privato italiano*, V ed., Torino, 1958, II.

BARBIERA L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali. Art. 2740-2744*, in *Commentario al codice civile*, P. Schlesinger (a cura di), Milano, 1991.

BARTALENA A., *I patrimoni destinati: due posizioni a confronto. I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I.

BARTOLI S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione de L'aja sui trust*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2005.

BARTOLI S., *La conversione del fondo patrimoniale in trust*, in Aa.Vv., *Il trust nel diritto delle persone e della famiglia*, A. Braun e M. Dogliotti (a cura di), Milano, 2003.

BARTOLI S., *Il trust*, Milano, 2001.

BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984.

BASILE M. -FALZEA A., voce « Persona giuridica (dir. priv.) », in *Enc. del dir.*, vol. XXXIII, Milano, 1983.

BAZZANO C., *I fondi pensione aperti e i gestori*, Napoli, 1997.

BELLIVIER F., *Brinz et la réception de sa théorie du patrimoine en France*, in *La science juridique française et la science juridique allemande de 1870 à 1918*, Presses universitaires, Strasbourg, 1997.

BELLONI S., *Il trust. Riflessioni a margine di un'azione possessoria*, in *Giur. it.*, 2001.

BERNARDI L., *Il trust nel diritto internazionale privato*, in *Studi nelle scienze giuridiche e sociali*, Univ. di Pavia, 1957, XXXV.

BIANCA C.M., *Diritto civile*, II, Milano 1994.

BIANCA C.M., *La proprietà*, in *Diritto Civile*, VI, Milano, 1999.

BIANCA C.M., *La responsabilità*, in *Diritto civile*, V, Milano, 1994.

BIANCA M., *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, Giuseppe Vettori (a cura di), Padova, 2008.

BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.

BIANCHI T., *L'investment trust*, Milano, 1963.

BIGLIAZZI GERI L., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998.

BIGLIAZZI GERI L., voce "*Patrimonio autonomo e separato*", in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano 1982.

BIONDI B., *Cosa fungibile e non fungibile*, in *Noviss. Dig. it.*, IV, Torino, 1964.

BIONDI B., *Patrimonio*, in *Noviss. Dig. it.*, XII, Torino, 1965.

BISCONTI G., *Deposito in nome di terzo e disposizione di ultima volontà*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1959, I.

BISOGNI G.B., *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998.

BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento*, in *Giur. It*, 2011.

BOLLINO G., *Aspetti civilistici dei fondi di garanzia*, in *Giur. comm.*, 1983.

BONELLI G., *La teoria della persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1910.

BONELLI G., *La teoria della persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1910.

BORGIOI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983.

BRAUN A., *La giurisprudenza italiana sui trusts*, in *Il trust nel diritto delle persone e della famiglia*, A. Braun e M. Dogliotti (a cura di), Milano, 2003.

BRAUN A., *Trusts interni*, in *Riv. cir. Civ.*, 2000.

BRINZ A., *Lehrbuch der Pandekten, Band III*, 2, Erlangen, 1884.

BRIOLINI F.- MIOLA M. , *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002.

BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Società*, 2011.

BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012.

BUONFRATE A., *Patrimonio destinato e separato*, in *Digesto delle discipline civilistiche, sezione civile, agg. \*\**, II, Torino, 2007.

BUONINCONTRO M., *Trust e civil law*, in *Riv. dir. Civ.* 1959, II.

BÜRGE A., *Römisches und Romanistisches zum Unternehmensrecht*, in *Wirtschaft und Recht*, 32, 1980.

BUTTÀ S., *Effetti diretti della Convenzione dell'Aja nell'ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2000.

CALABI E., *Anticipazioni di merci mediante trust receipt*, in *Riv. dir. comm.*, 1951.

CALICETI P., *Considerazioni inattuali in tema di comitati*, Milano, 1994.

CALOGERO A., *La società in house tra pubblico e privato dopo il D.P.R. 168/2010*, in *Innovazione e diritto*, 2010.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 3 Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Torino 1994.

CANCRINI A., PISELLI P., CAPUZZA V., *La nuova legge degli appalti pubblici, commento sub artt. 152-160*, Roma, 2006.

CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1993.

CARBONE S.M., *Autonomia privata, scelta della legge regolatrice del trust e riconoscimento dei suoi effetti nella Convenzione dell'Aja del 1985*, in *Trusts*, 2000.

CARBONNIER J., *Les choses inanimées ont elles une âme?*, in *Anthropologies juridiques. Mélanges P. Braun*, Limoges, 1998.

CARBONNIER J., *Sur les traces du non-sujet de droit*, in *Arch. phil. dr.*, 34, 1989.

CARINGELLA F., *Il problema dell'in house providing: un nodo non risolto dal Codice*, ne *I contratti pubblici di lavori, servizi e forniture*, De Nictolis (a cura di), Milano, 2007.

CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002.

CARRIÈRE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. società*, 2003.

CARRIÈRE V., *Project financing: profili di compatibilità con l'ordinamento italiano*, Padova 1999.

CASELLA P. - RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991.

CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in Geraci e P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970.

CASTRONOVO C., *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita Notar.*, 1998, I.

CAVALLARO G., *Finanziamenti destinati a uno specifico affare*, in *Fall.*, 2009.

CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, XVI, I, II ed., Milano, 2008.

CENNI M.L., *Trust e fondo patrimoniale*, in *Il trust nel diritto delle persone e della famiglia*, A. Braun e M. Dogliotti (a cura di), Milano, 2003.

CHESHIRE G.C., *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, rist. anast., Torino, 1998.

CHIZZINI A., *Revoca del trustee e legittimazione all'azione possessoria*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000.

COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. pir. Priv.*, 2005.

COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA. V.V., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967.

COLOMBO G.E., *L'investment trust in forma contrattuale*, in AA. V.V., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967.

COLOMBO G.E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati, prime considerazioni*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, I.

COMPORTI C., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, II, Torino, 2003.

CONDORELLI M., *Destinazione di patrimoni e soggettività giuridica nel diritto canonico. Contributo allo studio degli Enti non personificati*, Milano, 1964.

- CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001.
- CONTE E., *Comune proprietario o comune rappresentante? La titolarità dei beni collettivi fra dommatica e storiografia*, in *Riv. dir. agrario*, 1999.
- CORAPI E., *Gestione dei fondi alternativi e protezione dell'investitore nella direttiva 61/2011 (aifm)*, in R. Lener (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014.
- CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1963, I.
- CORSANI G., *Consegna in trust*, in *Enc. Bancaria*, Milano 1942, I.
- COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, nel *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.
- COSSU M., *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna.
- COSTANTINO L., *Profili privatistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. impr.*, 2003.
- COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- COSTI R., *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, 1996.
- COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I.
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, II, Padova 1992.
- D'AMBROSIO L., in S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004.
- D'APICE R., *Il fondo speculativo: il quadro normativo di riferimento*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000.

DANOVI A., *Le operazioni di cartolarizzazioni in Italia*, in Danovi A. (a cura di), *Separazione patrimoniale e imprese multidivisionali nel sistema italiano*, Milano, 2005.

DE DONATO A.- DE DONATO V.- D'ERRICO M., *Trust convenzionale. Lineamenti di teoria e pratica*, Roma, 1999.

DE NOVA G. - LEO C., *Cartolarizzazione. La "securitization" in Italia*, in *Contratti*, 1999.

DE NOVA G., *Il principio di unità della successione e la destinazione dei beni alla produzione agricola*, in *Riv. dir. agr.*, 1979, I.

DE STROBEL V., *L'assicurazione di responsabilità civile*, Milano, 2004.

DELL'ANNA P., *Patrimoni destinati e fondo patrimoniale*, Torino, 2009.

DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011.

DESIDERIO M., «*Ucits III*»: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004..

DI AMATO A., *I servizi di investimento in Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino, Milano, 2008..

DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario del cod. civ. Scialoja e Branca*, a cura di F. Galgano, IV, *Obbligazioni* (art. 1173-1176), Bologna, 1988.

DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2002.

DORIA G., *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.

DRAETTA U. - VACCA C., *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Milano, 1997.

DURANTE V., voce "*Patrimonio (dir. civ.)*", in *Enc. giur.*, XXII, 1990, 1.

ENRIQUES L. - VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Bologna, 1988.

ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impresa e Società*, 1995.

F. FERRARA, *Teoria delle persone giuridiche*, Roma - Torino - Napoli, 1923.

FALCONE G., *Patrimoni “destinati” e finanziamenti “dedicati”: la posizione dei creditori e le prospettive concorsuali*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005.

FALZEA A., *Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici*, Milano, 1939.

FALZEA A., *Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.

FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fallimento*, 2003.

FERRARA F., *Teoria delle persone giuridiche*, in *Il diritto civile italiano secondo la dottrina e la giurisprudenza*, diretto da B. Brugi, Torino, 1915.

FERRARA jr. F. - CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, 12a ed., Milano, 2002.

FERRARI G. F., *Il project financing: i principi e le procedure, i vincoli e le libertà del diritto pubblico, nella vecchia e nella nuova normativa*, in S. Scotti Camuzzi (a cura di), *Il project financing come strumento di realizzazione di opere pubbliche*, Milano, 2002.

FERRARIS DI CELLE A.- SZEGO B., in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998.

FERRI G. jr., *Patrimonio e gestione - Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I.

FERRO- LUZZI P., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003.

FERRO LUZZI P., *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 2001.

FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. società*, 2002.

FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Roma, 1970.

FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. delle società*, 2012.

FIMMANÒ F., *Le società in house tra giurisdizione, responsabilità ed insolvenza*, in *Gazz. for.*, 2014.

FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2008.

FLUME W., *Gesellschaft und Gesamthand*, in *ZHR*, 136, 1972.

FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, II.

FRAGALI M., *La comunione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, I, Milano, 1973.

FRANCESCHELLI R., *Il «trust» nel diritto inglese*, Padova, 1935.

FRANCESCHELLI R., voce *“Trust e trustee”*, in *Dig. sc. priv. sez. civ.*, Torino 1940.

FRIGNANI A., *La “securitization” come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro it.*, 1995.

GABRIELE P., *Dall’unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.* 2010.

GAGGERO P. e TRICOLI G., *Appunti sui fondi pensione*, in *Assicurazioni*, 1997, I.

GAGGERO P., *Commento all’art. 22*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998.

GAGGERO P., *L’inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998.

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, III, *L’impresa e le società*, II, *Le società di capitali e le cooperative*, Padova, 1990.

GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Tratt. Dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu - Messineo - Mengoni, Schlesinger, Milano, 2002.

GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003.

GALGANO F., *La fiducia e il trust*, in *Atlante di diritto privato comparato*, a cura di Galgano, Bologna, 2011.

GALGANO F., *Sezioni di credito speciale*, in *Contratto e impresa*, 1985.

GALGANO F., *Sull’ammissibilità di una fondazione non riconosciuta*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, II.



- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, I, Padova, 2014.
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2014.
- GALLETTI D. - GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.
- GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto, Annali II-2*, Milano, 2008.
- GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento, Commentario*, Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993.
- GAMBARO A., *Il diritto di proprietà*, in *Trattato dir. civ. e comm.* diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, Milano 1995.
- GAMBARO A., *Segregazione e unità del patrimonio*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000.
- GAMBARO A., voce “*Trusts*”, in *Digesto Disc. Priv. - Sez. Civ.*, XIX, Torino 1999.
- GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989.
- GANDINI C., *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, I.
- GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005.
- GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.
- GÉNY F., *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif*, 2a ed., Paris, 1919.
- GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.
- GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004.
- GIANNINI M.S., *I beni pubblici*, Roma, 1963.
- GIMIGLIANO G., sub artt. 114- bis/114/quinquies, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010.

GIULIANI A., *Le disposizioni sulla legge in generale: gli articoli da 1 a 15*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, I, Torino, 1999.

GORDON T.J., *Securitization of Executory Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sales*, 67 U. Chi. L. Rev. 1317 (2000).

GRANIERI M. – RENDA A., *La “securitization” tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in Pardolesi R. (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999.

GRANIERI M., *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impr.*, 2001.

GRASSETTI C., *Il trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936.

GRAZIADEI M., *Acquisto per conto di un comitato non riconosciuto e dissociazione della proprietà*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II.

GRAZIADEI M., *Diritti nell’interesse altrui. Undisclosed agency e trust nell’esperienza giuridica inglese*, Trento, 1995.

GRECO M., *Attività ed autorizzazione all’esercizio delle società di gestione del risparmio*, in *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina e Rotondo, Milano, 2005.

GRECO F., *Le fondazioni non riconosciute*, Milano, 1980.

GRISOLI A., *Unipersonalità, patrimonio separato, impresa individuale a responsabilità limitata e problemi affini*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1967.

GROSSI P., *Trasformazioni dominicali*, in U. Mattei - E. Reviglio - S. Rodotà (a cura di), *Invertire la rotta. Idee per una riforma della proprietà pubblica*, Bologna, 2007.

GUERRERA F., *Contratto d’investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988.

GUERRIERI G., *Art. 1. Ambito di applicazione e definizioni*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, commentario a cura di Maffei Alberti, *Leggi civ. comm.*, 2000.

GUERRIERI G., *La moneta elettronica: profili di diritto privato*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2013.

GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011, 1192.

GUFFANTI E., *La direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011.

GUINCHARD S., *L'affectation des biens en droit privé français*, Paris, 1976.

GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio. Due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 2003.

GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003.

HANSMANN H. –KRAAKMAN R., in *The essential Role of Organisational Law*, 110 Yale Law Journal, 390 (2000).

IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003.

IBBA C., *La s.r.l. unipersonale fra alterità soggettiva e separazione patrimoniale*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, IV, 3, Milano, 1998.

IBBA C., *Responsabilità erariale e società in house*, in *Giur. comm.* 2014.

INZITARI B., *Effetti della liquidazione coatta amministrativa sui rapporti in corso. Atti di amministrazione del patrimonio della clientela*, in *Fall.*, 2000.

INZITARI B., *Effetti della liquidazione coatta amministrativa sui rapporti in corso. Atti di amministrazione del patrimonio della clientela*, in *Fall.*, 2011.

IRTI N., *Proprietà e impresa*, Napoli, 1965.

JAEGER P. G., *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I.

JAEGER P., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in Geraci e P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970.

JAEGER P.G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano 1968.

JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. Soc.*, 1969.

LA PORTA U., *Destinazione dei beni allo scopo e causa negoziale*, Napoli, 1994.

LA ROCCA D., *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Torino, 2005.

LAMANDINI M., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. società*, 2003.

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, II.

LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni di investimento*, in *Foro it.*, 1985, V.

LENER A., *La comunione*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da Rescigno, VIII, Torino 1982.

LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982.

LENER R., *Commento all'art. 3, l. n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario, a cura di E. Gabrielli - R. Lener*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2011.

LENER R., *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura D'APICE, Bologna, 2010.

LENER R., *Gestore unico e deleghe della gestione*, in Assogestioni, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000.

LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989, IV.

LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 2009.

LENER R., *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, I.

LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio - Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca impr. società*, 1999.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998.

LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, X.

LENER R., *Valori mobiliari. Soggetti intermediari*, in *Enc. Giur.*, Roma 1994.

LENER R., *Profili generali della raccolta bancaria del risparmio*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I.

LENER R. - LUCANTONI P., *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012.

LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm. e del dir. in gen. delle obblig.*, 2014.

LENZI R., *I patrimoni destinati, costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notariato*, 2003, I.

LEPAULLE, *Traité théorique et pratique des Trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international*, Paris, 1932.

LEUZZI S., *I Trusts nel diritto di famiglia*, Milano, 2012.

LIBONATI B., *Commento alla legge n. 77/1983 sub art. 12*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959.

LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, II, Milano, 2013.

LIPARI N., *Spunti problematici in tema di soggettività*, in *La civilistica italiana dagli anni '50 ad oggi tra crisi dogmatica e riforme legislative* (Venezia 23-26 giugno 1988), Padova, 1991.

LOPILATO V., *Il trust e la finanza di progetto*, in *Giur. Comm.*, 2003, I.

LUBRANO M., *Commento all'art. 38*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002.

LUCANTONI P., *Commento sub art. 22. Separazione patrimoniale*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

LUCIANO A., *La direttiva sui fondi di investimento alternativi*, in *Contr. e impr./Eur.*, 2011.

LUMINOSO A., *I contratti tipici e atipici*, 1995, Milano.

LUPOI M., in Aa.Vv., *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996.

LUPOI M., *Appunti sulla real property e sul trust nel diritto inglese*, Milano, 1971.

LUPOI M., *I trust nel diritto civile*, Torino, 2004.

LUPOI M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in *Vita Not.*, 1992.

LUPOI M., in Aa.Vv., *Il trust nell'operatività delle banche italiane*, Roma, 1997.

LUPOI M., *La sfida dei trusts in Italia*, in *Corr..Giur.*, 1995.

LUPOI M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in *Riv. Not.*, 2001.

LUPOI M., *Riflessioni comparatistiche sui trusts*, in *Eur.e Dir.Priv.*, 1998.

LUZZATO R., *L'Anstalt e l'ordinamento giuridico italiano*, in *Giur. comm.*, 1976.

LUZZATTO R., *Legge applicabile e riconoscimento di trusts secondo la Convenzione dell'Aja*, in *Trusts*, 2000.

MACEY e MILLER, *Banking Law and Regulation*, Boston-Toronto, 1992.

MAFFEI ALBERTI A., *Commento agli articoli 2447 bis e seguenti del codice civile*, in Id., *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al D. Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, II, Padova, 2005.

MAIMERI F., *Costituzione in pegno di quote di partecipazione di fondi comuni*, in *Riv. it. leasing*, 1985.

MAIMERI F., *Finanziamento alle imprese e riforma societaria*, Reggio Calabria, 2004.

MAIMERI F., *Le garanzie bancarie "improprie"*, Torino, 2004.

MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contr. e impr.*, 2001.

MANES P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in *Contratto e impresa*, 2002.

MANZOLINI R., *Appunti sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di Geraci e Jaeger, Milano, 1970.

MARANO G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2004.

MARCHESI M., *I fondi pensione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2012.

MASI A., *Destinazione di beni e autonomia privata*, in Aa.Vv., *Destinazione di beni allo scopo*, Milano, 2003.

MAZZIERI A., *I profili civilistici del project financing*, in G. Napolitano, A. Mazziere, D. Napolitano (a cura di), *Il project financing*, Napoli, 2006.

MECATTI I., *sub art. 114-sexies*, in Mancini - Rispoli Farina - V. Santoro - Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011.

MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I.

MESSINEO F., *Manuale di diritto civile e commerciale*, I, Milano, 1947.

MESSINETTI D., *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione" dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.;

MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002.

MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I.

- MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999.
- MONTINARO R., *Trust e negozio di destinazione allo scopo*, Milano, 2004.
- MORELLO U., *Fiducia e trust: due esperienze a confronto*, in AA.VV., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano 1991.
- NATOLI U., *L'amministrazione dei beni ereditari*, II, Milano, 1969.
- NICOLÒ R., *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1962.
- NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970.
- NIGRO A., voce "Investment trust", in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972.
- NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm.*, agg., 2000.
- OPPO G., *L'esperienza privatistica*, in *Sui principi generali del diritto privato*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di L. Mengoni*, III, Milano, 1995.
- OPPO G., *Patrimoni autonomi familiari ed esercizio di attività economiche*, in *Persona e famiglia. Scritti giuridici*, V, Padova, 1992.
- OPPO G., *Sulla «autonomia» delle sezioni di credito speciale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1979, I.
- ORESTANO R., «Persona» e «persone giuridiche» nell'età moderna, in *Persone giuridiche e storia del diritto*, Torino, 2004.
- ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978.
- PAGLIETTI C., *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II.
- PAGNONI E.- PIATTI L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investimenti*, *Quaderni di finanza Consob*, 1997, n. 19.
- PALADIN L., *Gli odierni problemi della proprietà fondiaria nella prospettiva costituzionale*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, II, Milano, 1988.
- PALERMO G., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.



PALERMO G., *Autonomia negoziale e fiducia (breve saggio sulla libertà delle forme)*, in *Riv. giur. sarda*, 1999.

PALERMO G., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.* 2001.

PALERMO G., *Sulla riconducibilità del "trust interno" alle categorie civilistiche*, in *Riv. dir. comm.*, 2000.

PAPA E., sub articolo 33. Articolo 114-terdecies tub. Patrimonio destinato, in Rispoli Farina - V. Santoro - Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011.

PARDOLESI R. ( a cura di ) , *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, Commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999.

PARTISANI R., *Fungibilità e infungibilità nelle diverse specie di obbligazioni*, in Franzoni (a cura di), *Le obbligazioni*, I, 2, Torino, 2004.

PARTISANI R., *I patrimoni separati: l'inopponibilità del vincolo di destinazione alle obbligazioni da fatto illecito*, in *Resp. civ.*, 2005.

PARTISANI R., *L'obbligazione di garanzia*, in Franzoni (a cura di), *Le obbligazioni*, I, 2, Torino, 2004.

PARTISANI R., *Trust interno e responsabilità civile del disponente*, in *Resp. civ.*, 2005.

PASQUARIELLO F., *Le deleghe di gestione nelle Sicav tra codice civile legge speciale*, in *Contratto e impresa*, 2002.

PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.

PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.

PIETRA E., *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I.

PINO A., *Il patrimonio separato*, Padova, 1950.

POLACCO V., *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, I, 2a ed., Roma, 1915.

PONTOLILLO V., *Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998.

PONZANELLI G., *I fondi pensione nell'esperienza nordamericana e in quella italiana*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II.

PORTALE G.B., *Conferimenti in natura ed effettività del capitale nella "società per azioni in formazione"*, Milano, 1994.

PUGLIATTI S., *Gli istituti del diritto civile*, I, Milano, 1943.

PUGLIATTI S., *La proprietà e le proprietà*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1954.

PUTTI P., *Negozio fiduciario*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 2003.

RAISER T., *Gesamthand und juristische Person im Licht des neuen Umwandlungsrecht*, in *Arch. civ. Pr.*, 194, 1994.

RAISER T., *Gesamthandgesellschaft oder juristische Person. Eine Geschichte ohne Ende*, in *Festschrift für W. Zöllner zum 70. Geburtstag*, vol. I, Köln-Berlin-Bonn-München, 1998.

RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, in Lener (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011.

RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2015.

RESCIGNO P., *Disciplina dei beni e situazioni della persona*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 5-6, 1976-7, II.

RESCIGNO P., *Enti di fatto e persona giuridica*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11-12, 1982-3, II.

RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella legge 77/1983*, Firenze, 1985.

RIGHINI E., *La gestione "finanziaria" del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2006.

ROJAS ELGUETA G., *Autonomia privata e responsabilità patrimoniale del debitore*, Milano, 2012.

ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986.

ROPPO E., *Par condicio creditorum sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, I.

ROPPO V., *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, XIX, Torino, 1985.

ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967.

ROSSI G., *Problemi economici e finanziari. I possibili effetti dell'introduzione dei fondi di investimento italiani sulle tendenze del mercato finanziario*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984.

RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in *Tratt. dir. civ. it.*, dir. da Vassalli, XIV, Torino, 1956.

RUCELLAI C., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. comm.*, 2001, I.

RUCELLAI C., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I.

RUMI G., *Securitisazione. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Milano, 2001.

RUSSO C., *I fondi pensione aperti*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, a cura di P. Corrias e G. Racugno, Milano, 2010.

SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995.

SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.

SALAMONE L., *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, in AA.VV., *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del Convegno di Cassino, 9 ottobre, 2003, a cura di C. Motagnani, Milano, 2004.

SALERNO M. E., *A piccoli passi verso il decollo della previdenza complementare: prime osservazioni sui decreti in tema di regole di comportamento delle società di gestione e modalità di investimento delle risorse previdenziali*, in *Dir. banca merc. Fin.*, 1999.

SALERNO M. E., *Fondi pensione "negoziali": costituzione, gestione e vigilanza*, Milano, 2002.

SALVATORE L., *Il trend favorevole all'operatività del trust in Italia: esame ragionato di alcuni trusts compatibili in un'ottica notarile*, in *Contr. e Impr.*, 2000.

SALVO M., *La destinazione del patrimonio ad uno specifico affare e la partecipazione a procedure di project financing: le ragioni del no*, in *Temi Romana*, 2005.

SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I.

SANTORO - PASSARELLI F., *Istituzioni di diritto civile*, I, Napoli, 1945.

SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli 1986.

SANTORO V., *Gli istituti di pagamento*, in Mancini - Rispoli Farina- Santoro V. - Sciarrone Alibrandi- O. Troiano (a cura di), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Torino, 2011.

SANTORO V., sub art. 114-duodecies, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010.

SANTORO V., sub art. 114-terdecies, in Porzio - Belli - Losappio - Rispoli Farina - V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010.

SANTORO V., *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, I.

SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, 9a ed., rist., Napoli, 1986.

SANTORO-PASSARELLI F., *L'impresa nel sistema del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, I.

SANTOSUOSSO D.U., *I patrimoni destinati, tipologie e disciplina*, in *Dir. e prat. soc.*, 2003.

SAVI G.P., voce "*Società finanziaria ("Holding") e società d'investimento ("Investment trust")*", in *Noviss. Dig. It.*, XVII, Torino, 1970.

SCANO A. D., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.

SCHLESINGER P., *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1995.

SCHWARZ G., *Rechtssubjekt und Rechtszweck. Eine Revision der Lehre der Personen*, in *Arch. bürgerl. Recht*, 32, 1908.

SCIOTTI A., *Commento sub art. 38*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.

SCIUTO R., *La finanza di progetto*, in S. Amorosino-C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.

- SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.
- SEVERI C., *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007.
- SICA S. - D'ANTONIO V., *Il sistema multinegoziale del project financing*, in *Il diritto privato della pubblica amministrazione*, a cura di P. Stanzione, A. Saturno, Padova, 2005.
- SICLARI R., *Il trust nella convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985, un nuovo modello negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2000.
- SODA A. P., *Commento sub art. 36*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.
- SPADA O., *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.
- STELLA RICHTER M. Jr, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, 2011.
- TAMBURRINO G., *Persone giuridiche. Associazioni riconosciute. Comitati*, in *Giur. sist. civ. e comm.* diretta da Bigiavi, Torino, 1997.
- TARELLO G., *Storia della cultura giuridica moderna*, I, *Assolutismo e codificazione del diritto*, rist., Bologna, 1988.
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004.
- TONDO S., *Ambientazione del trust nel nostro ordinamento e controllo notarile sul trustee*, in I. Beneventi (a cura di), *I trusts in Italia oggi*, Milano, 1996.
- TONDO S., *Riconoscimento del trust nel nostro ordinamento*, in Aa.Vv., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, 1991.
- TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.
- TOTARO F., *Il project financing*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, Torino, 2005.
- TRIMARCHI V.M., voce « *Patrimonio (nozione generale)* », in *Enc. del dir.*, XXXII, Milano, 1982.

TROIANO V., *Primi appunti in tema di regolamentazione nazionale degli Istituti di Moneta Elettronica*, in Spena, Gimigliano (a cura di), *Gli Istituti di Moneta Elettronica*, Milano, 2005.

TROIANO O., *Disciplina uniforme dei servizi di pagamento: aspetti critici e prospettive ricostruttive*, in Rispoli Farina, Santoro, Sciarrone Alibrandi, Troiano O. (a cura di), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Milano, 2010.

TUCCI A., *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Le Società*, 2000.

TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, II.

TUCCI A., *Commento agli artt. 201, 205, 207*, in *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Capriglione, con la collaborazione di Alpa e Antonucci, Padova, 2007.

TUCCI A., *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

TUCCI A., "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.

TUCCI A., *Sulla c.d. gestione surrettizia di portafogli di investimento da parte di promotori finanziari*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, II.

TUCCI A., voce *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, promossi da Natalino Irti, Milano, 2011.

TUCCI A., *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005.

TUCCI G., voce *Privilegi. 1) Diritto civile*, in *Enc. giur.*, XXIV, Roma 1991.

URBANI P. - CIVITARESE MATTEUCCI S., *Diritto urbanistico*, Torino, 2010.

VAN GYSEL A.-C., *Les masses de liquidation en droit privé. Faillites -Successions-Communautés -Sociétés*, Bruxelles, 1994.

VELLA F., «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca Impresa Società*, 1998.

VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, 2.

VELLA F., *L'esercizio del credito*, Milano, 1990.

VELLA F., *La riforma della vigilanza. Tanto rumore per nulla*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 1.

VELO D., *Gli investment trusts: redditività e influenza della loro gestione sul mercato finanziario nell'esperienza statunitense*, Milano, 1971.

VENTORUZZO M., *La disciplina regolamentare in materia di fondi pensione*, in *Riv. soc.*, 1997.

VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contr. e impr.*, 2007.

VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969.

VITUCCI P., *Proprietà collettive, diritti dell'utente, autonomia statutaria (le organizzazioni montane e i beni agro-silvo-pastorali tra la storia e la privatizzazione)*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.

VOLPE PUTZOLU G., *Fattispecie di "separazione patrimoniale" nell'attuale quadro normativo*, in M. Bianca (a cura di), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, Milano, 2007.

VON SAVIGNY F.C., *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di Vittorio Scialoja, I, Torino, 1886.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in Benazzo-Patriarca-Presti (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003.

ZACCARIA A., *«Diritti soggettivi senza soggetto» e soggettività giuridica*, in *Studium iuris*, 1996.

ZACHARIE, *Handbuch des Französischen Civilrechts*, Heidelberg, 1827.

ZATTI P., *Persona giuridica e soggettività*, Padova, 1975.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I.

ZOPPINI A., *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, 1995.